·对金融狂热的理性思考·

MANIAS PANICS AND CRASHES

疯狂、惊恐和崩溃

查尔斯·P.金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）/ 著

金融危机史（第四版）

A History of Financial Crises

Fourth Edition

朱隽 叶翔 译



疯狂、惊恐和崩溃

——金融危机史

（第四版）

MANIAS，PANICS AND CRASHES
A HISTORY OF FINANCIAL CRISES

查尔斯·P.金德尔伯格
（Charles P. Kindleberger） 著
朱 隽 叶 翔 译



责任编辑：何　为
责任校对：孙　蕊
责任印制：张　莉

图书在版编目（CIP）数据

疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史（Fengkuang、Jingkong he Bengkui：Jinrong Weijishi）：第4版/（美）金德尔伯格著；朱隽，叶翔译．—北京：中国金融出版社，2006.7
ISBN 978－7－5049－4120－6

Ⅰ.疯…　Ⅱ.①金…②朱…③叶…　Ⅲ.金融危机—经济史—世界　Ⅳ.F832.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2006）第 081366 号

出版发行　中国金融出版社
社址　北京市广安门外小红庙南里3号
市场开发部　（010）63272190，66070804（传真）
网上书店　http://www.chinafph.com
　　　　　（010）63286832，63365686（传真）
读者服务部　（010）66070833，82672183
邮编　100055
经销　新华书店
印刷　三河市利兴印刷有限公司
尺寸　160毫米×230毫米
印张　18.5
字数　275千
版次　2007年4月第1版
印次　2007年4月第1次印刷
印数　1—4090
定价　48.00元
ISBN 978－7－5049－4120－6/F.3680
如出现印装错误本社负责调换　联系电话：63263947

审视历史，回忆你身边发生的事，凝神思考所有与你读到、听到或记忆的个人的私人或公共生活中的巨大不幸，你会发现，至今所发生的大部分不幸是因为这些人不知道他们何时是幸运，他们何时该静坐不动，保持满足。

——亚当·斯密（Adam Smith）

《道德情感论》(*The Theory of Moral Sentiments*)

关于恐慌与过热的文章不计其数，已非我们的心智所能及。但有一点是肯定的，在一些特定的时期，总有许多愚蠢的人拥有许多愚蠢的钱……每间隔一段时间，这些人的资本——我们称之为国家的盲目资本，出于与当前目的不一致的原因，特别巨大而冲动。它在寻找某人吞食它时，出现了“资金灾”；当它找到这个人时，出现了“投机”；而在它被吃掉后，出现了“恐慌”。

——沃尔特·巴杰特（Walter Bagehot）

《漫谈爱德华·吉本》(“Essays on Edward Gibbon”)

在这一点上，我记得一位共和国要员对我说的一番话：“我深知我的国家，她能平静地支持任何事情，但金融危机除外。”

——雷蒙特·菲利普（Raymond Philippe）

(*Un Point d'historie*: *Le drame financier de 1924—28*)

我能感到它正在降临，不管有无证监会，一轮全新的灾难性投机正在降临。我们很熟悉它的各个阶段：先是蓝筹股受到追捧，然后是二线热点、场外交易，再后是新发行的垃圾市场，最终不可避免地崩溃。我无法知道它何时降临，但我能感到它正在逼近。该死的，我却不知道该怎么办。

——伯纳德·J. 拉斯克（Bernard J. Lasker）

1970年纽约股票交易所主席

(引自约翰·布鲁克斯1972年的《上当受骗的年代》，

John Brooks, *The Go - Go Years*)

作者自序

1978 年本书出了第一版，主要讨论第二次世界大战前的金融危机。1987 年 10 月 19 日的“黑色星期一”，再加上对较早前危机的更多研究，至少对我来说，表明有必要对第一版进行更新。1990 年 1 月日本经济的崩溃促使本书第三版的诞生。第三版至今又有一些日子了。

第四版对读者来说可能会觉得没有必要，它的问世可能只是出于作者的职业需要。推动力部分是来源于 1994 ~ 1995 年间的墨西哥危机，但更多的是由于 1997 ~ 1998 年的东亚危机，殷鉴不远。此外，与过去一样，其他经济学家和历史学家的研究已填补了历史中的一些空白，本书也加以吸收，以充实前后发展的讨论。本书的新版可能对年轻的读者有更大的吸引力，因为许多老读者仍然参考原来他们看过的版本。一本书一旦被阅读，要点也被掌握，继续增订的动力通常很小。

对我而言尤其如此，我的兴趣与研究范围主要限于欧洲（西欧）和美国，我对拉丁美洲、俄罗斯及亚洲的熟悉程度及知识都有限。一些读者只是关注那些与未来相关的议题，而较少在乎历史本身。第一版就是从 18 世纪初的南海泡沫和密西西比泡沫开始，紧接着的危机则是一百年后的某一时间。此次根据一些次要的来源，我对 16 世纪 50 年代的一个不太大的金融演变做些研究，但略去了亨利八世（Henry VIII）、法兰哥斯一世（Francois I）、法戈斯（Fuggers）及杰纽义斯（Genoese）时期的危机。[1] 我最近曾读过一本有关 13 ~ 16 世纪威尼斯银行的书，但错误地按“恐慌”一词来放置该书名。显然，对 1600 年以前的事件进行研究已非我力所能及。

除了对 1990 年前后的危机进一步说明外，似乎有必要讨论一下对国际货币基金组织作为最后贷款人的批评意见，以及许多领域要求对“世界金融架构”进行重大变革的要求。与实际发生的一样，

对于重新设计一个布雷顿森林会议会有多大的效果，我认为尚无足够的共识。就像 1933 年的世界经济大会一样，在缺少共识的情况下，在当前的条件下回到起点意味着必然要失败。国际货币基金组织正在改变其运作的一些细节，包括时间性、透明度、条件性及责任等。我的建议是不要把“钢琴演奏者”赶下台，他已尽力而为。

为了满足公共的口味，将金融危机的传播从以前版本的“繁殖”(propagation) 改为“传染” (contagion)。这个用词的变化，强调了纯经济因素之外的心理因素与羊群行为 (herd behavior)，比如货币政策、资本流动、汇率及贸易等。

最后，我最近接受了一个对我来说全新的概念。在盲目地引用关于金融危机的文章上，我知道自己被划为“归并者”(“Lumper”)，即认为所研究的样本都有共性。我曾对这个概念很敏感，并在一个讣告里知道一个研究印度北部农业的英国历史学家被划为“分拆者”(“splitter”)，即强调样本之间的差异性。

几个星期后我看到了安妮·佛迪曼 (Anne Fadiman) 的文章，她说“乔治（她丈夫）是归并者，我是分拆者。”《简明牛津英语词典》的条目说，该词可以追溯到 19 世纪中叶，尽管对我而言是新的，也许对我的历史学家的女儿不是新词。我突然发现，我要决定我适合于金融危机的何种分类。第二章是关于归并的，第三章是关于分拆的。我想多数社会学家都会是归并者，寻找重复性的规律，而历史学家则关注带来不同特性的特定环境。当我进行增订工作时，我很高兴有一个新的概念可以思考了（对我是新的，当我向许多同事提起时，他们也觉得新)。

Lexington，Massachusetts

注释：

1. C. P. Kindleberger, “Economic and Financial Crises and Transformation in Sixteeth - Century Europe”, *Essays in International Finance* (Princeton) no.208, June 1998.

彼德·L. 伯恩斯坦为本书撰写的序

只要拿起查尔斯·金德尔伯格的作品，你就会感到一种享受。本书同样不会让你失望。看一看第八章的“补白”，或者第五章有关高贵的赌博者的段落，你就会发现此言不虚。

但是在欢闹的轶事之后，在精辟的警句之后，金德尔伯格是一个极严谨的治学者。探讨人类生存的方式绝非轻松的话题，特别是当探讨人类相互倾轧以求自身生存时，更是一件严肃的事情。正如他所极力表达的一样，疯狂、惊恐和崩溃，是一种经济环境的结果，这种环境滋生着贪婪、诡计和掠夺，而不是对金科玉律的虔诚信仰。

金德尔伯格还是一个循循善诱的诱导者。他将丰富多彩的个别事件带进了学术生活，深深抓住读者的兴趣。但他的目标却是利用历史来展示至关重要的理论思想。他在书中概括的“历史是个别的堆积，经济学是共性的总结”已很好地说明了这一过程。将历史与经济学有机结合，并使其充满生机是金德尔伯格对这两个领域的独有贡献。

同大家一样，他也有一些鲜明的观点。他利用他认为的公共狂热性来说明他的五个主题。

他首先将攻击的匕首掷向那些坚持人的理性行为的流派，他认为，这些人如此顽固不化，即使非理性与不稳定投机行为就发生在他们面前，他们也无法意识到。米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）正是他的对手，金德尔伯格对他的攻击可谓不遗余力。在本书中，他说明了一些经济分析与历史解释中最关键的问题。

第二，尽管他毫不掩饰对数理经济学的厌恶，但一个精心组织的模型仍贯穿于他对问题的解释。我是指他采用清晰的结构来说明亚当·斯密所描述的“愚蠢、粗心、不实和挥霍”。这一结构通过书

中许多生动的不仅仅发生在金融市场上的过度交易实例而逐渐展现。初级产品、加工品、工地及建筑都出现过不利于稳定的投机热。而所有这些投机热事件的发展总是符合某种轨迹，就像一出希腊戏剧按照其依稀可辨的固定模式展开。我们应该注意到，金德尔伯格似乎是在某种意外中找到了这些事件的起因。但他的重点是研究系统的自然发展趋势，是系统如何变得越来越容易为传播性灾难所感染，然后，一旦过程启动，悲剧如何走完自己病态的过程。

第三，金德尔伯格还把重点放在那些为数不多的关键时刻，那些需要召回金科玉律的时刻。在这些时刻，最后贷款人不仅需要勇气也需要资源，来挽救系统于危难之中，来打破使系统走向毁灭的趋势。这种干预时刻的不确定性，激发着金德尔伯格的研究兴趣。这个研究领域在我们这个动荡的时代，关注的人太少了。

读者应当记住贯穿于本书生动的历史分析中的第四个和第五个主题。金德尔伯格最强调的一个观点是，空谈不仅是错误的，而且也是极危险的。他认为，自己与那些相信只要不加管制，所有市场都会完美地运作的理性主义者分属于不同的学术阵营，同样他也反对另一种相反的观点，认为系统在多数时间都很糟糕，需要政府不断地干预。金德尔伯格在本书中想说明的道理很简单："市场总体运行良好，但有时也会超负荷，需要帮助。"

Peter L. Bernstein

目　　录

第一章　金融危机：顽疾难治

经济文献中最为传统的主题就是金融危机。如果说在 20 世纪 30 年代的经济大动荡和第二次世界大战以后的几十年中关于这一主题的专著很少，那么这主要是由于制造危机的这一行业本质上是反周期的。尽管 1945 ~ 1973 年间曾经发生过几次经济衰退，但衰退的程度十分轻微。近期以来，随着 1974 ~ 1975 年爆发的世界范围的经济衰退，加上 80 年代金融形势紧张，金融危机迅速增多。[1]1978 年本书首次出版，表明学术界对金融危机这一古老主题的兴趣复苏，而该主题在随后的几十年里更是显得日益突出。

金融危机往往伴随经济周期的繁荣阶段而爆发。在此，我们的兴趣并不在于经济周期，不在于经济扩张与紧缩的节奏，而仅在于作为经济扩张顶峰并由此导致经济走向下坡路的金融危机。如果存在所谓的没有金融危机的经济周期，那么这种周期并非我们的兴趣所在。在一定程度上，孤立的、易于控制且对经济体系没有什么影响的金融危机也不在本书的讨论范畴之内。本书所探讨的金融危机规模较大，影响也比较大，并且都是世界范围内的金融危机。

本书主要探讨几大问题。包括市场是否足够理性，从而不会发生经济过热？过热（manias）一词从字面上理解应是非理性的；另一方面，如果确实发生了经济过热，政府或其他权力机构是否会听之任之？它的代价是爆发金融危机甚至金融崩溃，并且，危机将通过一种或几种方式蔓延至国内其他金融市场，甚至影响海外金融市场；或者，“最后贷款人”能否发挥有效作用，援助危机中的金融机构并提供私人市场难以提供的稳定的公共产品？此外，如果最后贷款人服务是由各国政府或官方机构如中央银行提供的，那么，什么机构才能赋予国际金融体系稳定性？因为在这一体系之下，并不存在一个单一的政府。

在此，我要感谢读者们对本书的迅速反馈。在我早年撰写的《衰退中的世界：1929 - 1939 年》（*The World in Depression*, 1929 - 1939）一书中，我就已得出这样的结论：1929 年的经济大衰退之所以影响面这么大，影响程度这么深，延续时间这么长，都是因为国际金融体系缺乏一个国际性的最后贷款人。[2] 被战争拖得筋疲力竭以及 19 世纪 20 年代的经济复苏半途而废，使得当时的英国经济步履蹒跚，已没有能力承担起最后贷款人的责任，而有能力的美国又不愿意承担。我对大衰退的这一论述并非没有遇到任何挑战。[3] 本书的宗旨就是试图扩大分析的时间与空间范围。

投机过度，简单地说也就是市场过热，以及由此导致的表现为金融危机、经济崩溃或经济恐慌等形式的市场突然变化表明，即使它们并非不可避免，但其爆发至少也具有历史的共同性。而最后贷款人的作用又充满着模棱两可与两难选择。在评论英格兰银行在 1825 年金融危机过程中的所作所为时，托马斯·乔普林（Thomas Joplin）说道："有时不能打破现有规则及惯例，但有时却又难以安全地坚持现有规则与惯例"。[4] 这是当然的。但打破旧的规则建立新的惯例与新规则应根据当时的需要来进行。在这种情况下，干预是一门艺术，而不是科学。认为政府应当一直干预经济或认为政府永远不能干预经济的说法都是错误的。这在近年来人们所面临的是否有必要援救一系列机构，怎样援救它们的问题中得到了充分的论证，这些机构包括洛克希德公司（Lockheed）、克莱斯勒公司（Chrysler）、纽约城（New York City）、伊利诺伊大陆银行（The Continental Illinois Bank）、加利福尼亚奥兰治国库（Orange Country Treasury）以及巴林兄弟公司（Baring Brothers）等。同样地，该问题在下列事件中也表现得十分明显，它涉及如何处理在第三世界银行辛迪加贷款中继续存在的问题以及新产生的问题，以及如何处理由于援助美国西南部的储蓄机构所导致的创伤。当时，美国西南部储蓄机构面临脱媒问题，其中最为严重的是不适当地向石油开发、办公楼建设、豪华住宅及购物中心建设发放了大量贷款。我们列出的问题清单指出，不管这个世界从凯恩斯那里学到了多少有关经济稳定的东西，并在 1965 年后充分实施了他的思想，金融危机

这一问题仍然与我们密切相关。

我们知道，并不是每次生产过剩都会不可避免地导致经济过热与崩溃。但这种情况发生得十分频繁，且高度雷同，因而值得继续研究。过去所发生的一切的根本结果是：发生的一系列事件改变了经济前景。人们抓住了新的利润机会并过度追求利润，其方式与导致经济过热的非理性行为极为相似。一旦经济周期繁荣阶段的过剩本质真正地体现出来，金融体系将经历"痛苦"时期，人们急于扭转经济扩张的过程将过于突兀，就像爆发了市场恐慌。在经济过热阶段，拥有财富与信贷的人们纷纷购买不动产或流动性较差的金融资产，或借钱从事这类活动。而经济恐慌正好与此相反，财富从不动产或金融资产转向货币，或转向偿还债务，导致商品、房屋、建筑物、土地、股票和债券价格崩溃。简而言之，任何成为经济过热的投资对象，其价格都将崩溃。

在经济过热与市场恐慌中，货币因素十分重要，稍后我们将以一定的篇幅对此进行探讨。在此，我们否定了货币主义者的观点——即只有当货币供应量稳定在固定水平上或以固定增长率增长时，才能避免经济过热与市场恐慌。货币主义者认为，应区分"真正的"金融危机与"虚假的"金融危机，前者涉及基础货币，又称高能货币的减少，而后者不具备这一特征。在此，"虚假"一词对我而言意味着过度杀伤，在《牛津简明新字典》中，对"虚假"(pseudo）一词的解释是"错误的、假装的、伪造的、自负的、无意义的"。有的金融危机或早或晚地会导致货币变化，而有的金融危机对货币供应量的影响却不太大，对这两种危机进行区分有一定的道理，但货币主义者将后者称为"虚假的危机"恰似一位心血管大夫发现一名癌症患者装病一样。货币主义者之所以坚持这种区分并进行这种区分，是因为他们对货币主义的信仰比对经验差异的信仰更为坚定，而那些被 1873 年、1929 年和 1987 年金融危机横扫了一切财富的投机者与投资者则不会认为他们所经历的一切是不真实的。[5] 尽管在任何情况下，良好的货币政策都可以缓解经济过热与市场恐慌，也毫无疑问地可以消除某些危机，但我仍然认为，即使实施了最佳政策也还会存在大量问题。即使在长期中，金融体系

存在着足够的流动性，仍然会发生危机，最后贷款人仍然需要提供额外的流动性。这一观点也可扩展至商品市场。一般情况下，市场都可以正常运转，但有时也会崩溃。当市场崩溃时，需要政府进行干预，提供稳定的公共产品。

正如雷蒙德·戈德史密斯（Raymond Goldsmith）所指出的，本书的第一版未对金融危机做出定义，这就像美丽的女人一样（在我们的文化中，美丽的女人很难明确定义，但遇到时可以认出）。戈德史密斯对金融危机的定义是："所有金融指标或某一组金融指标——包括短期利率、资产（股票、不动产和土地）价格、商业清偿能力等指标都产生了不同寻常的、短暂的急剧恶化，以及金融机构倒闭"。他特别将外汇紧缺排除在必要特征之外。[6]货币主义者迈克尔·博多（Michael Bordo）将金融危机定义为十大因素或十大关系（其中货币供应量的下降排在第六位）：预期的变动，对某些金融机构资不抵债的担心，试图将不动产或流动性较差的资产转化为货币等。[7]本书第一版并未对金融危机做出定义，对这一定义也没有任何限制，但我认识到，如果明确给出定义，人们的感觉会更好一些。

市场在一般情况下可以正常运转，但有时也会中止（break down），人们对这一点认识不一，并存在着两大极端：他们或是认为金融市场与商品市场在任何时候、任何地方都会完美地运行，或是认为这两大市场总是难以有效运行，应以计划或政府指令予以取代。相反，我认为市场总体上运行良好，一般情况下，可以依靠市场来决定资源配置，并在一定限度内决定收入分配，但市场有时也会出现问题，需要帮助。当然，这里的困难在于如果市场预先知道会得到慷慨的帮助时，市场中止发生的频率就会更高，市场运行效率将会下降。

在本书的前几版中，我对人们所忽视的1719～1720年南海泡沫和密西西比泡沫进行了分析。随着读者群的增多，我准备从"30年战争"爆发之际的1619～1622年普鲁士铸币危机和人们谈论得更多的1636～1637年的"郁金香热"谈起。另外值得读者注意的一点是，有一个强烈而顽固的声音一直在呼吁，不存在经济过热或

泡沫经济，荷兰共和国所经历的郁金香事件是以下基本事实的自然结果，即稀有的郁金香标本很难培育，但一旦培育出来，很容易推广。[8]

早期的经济史著述主要着眼于欧洲，其次是1973年伦敦银行危机。附录B列举了迄今为止符合我前文所列标准的主要危机的处理过程。我对欧洲金融史的了解远胜于美洲，而对这两者的了解又远胜于拉美和亚洲，而后者在今天则占据了金融市场的中心舞台。在一定程度上，关于某国的专著数量准确地反映了该国在国际金融体系中的重要性，因此，正如对英国的论著最多一样，19世纪人们最关注英国，而18世纪早期对其的关注较少，因为阿姆斯特丹在金融方面与伦敦旗鼓相当，甚至超过了伦敦。由于不懂荷兰语，我难以仔细阅读关于1763年危机的一本专著，这也是引用频率最高的一本专著，但有大量专著以其他语言对这一时期阿姆斯特丹的金融情况进行了论述，其中最多的是英文版。

本书是一篇现今被人们贬称为“文献经济学”的文章，与数量经济学、计量经济学或（包括两者的）“新经济史”不同。一个人只能做他力所能及的事情，并且以更为一流的——也就是所谓的“行家”——技术去做这些事情。我在19世纪30年代获取相关知识，没有受过这方面的教育。有一个同事曾经提议以一个数学模型来装点这本书。这可能对某些读者有用，但对我而言，用处不大。用以衡量重物下落等事件的灾难数学是这一学科的新分支。我被告知这一分支的生命力与用途还有待验证，因此我最好是等待。我的一些经济计量学朋友告诉我诸如经济恐慌之类的稀有事件不能用一般的回归技术进行分析，必须引入外生“虚拟变量”。对我来说，现实的选择是究竟要不要采用简单的统计程序，并大量利用图表。我没有选择这一方法。对于那些要求数据的人们，那些要求对银行储备、对外贸易、商品价格、货币供应量、证券价格、利率以及其他指标进行标准时间序列分析的人们，他们应在历史统计中寻找答案。我的主题并不是建立在数量的微小差别基础之上的。至少我是这样认为的。这对于我来说像是陷入了争论的泥潭，也牵涉到过多的工作，成本大于收益。因此，本书基本采用了定性分析的方法，

而不是定量分析法。

第二章是本书的有关背景。它包括一个投机、信用扩张、高峰时期产生金融困难、危机爆发，以及以市场恐慌与崩溃而告终的模型。这一模型是根据早期的古典学派观点设计的，古典学派认为贸易的过度扩张往往伴随着贸易的突然紧缩与信用剧减，持这一观点的人包括亚当·斯密、约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）、奈特·维克塞尔（Knut Wicksell）、艾夫因·费雪（Irving Fisher）和其他古典学派代表人物，而近期的代表人物则是已故的货币主义者海曼·明斯基（Hyman Minsky），他认为金融系统是不稳定的，是脆弱且易爆发危机的。我们没有必要完全同意他关于目前美国货币制度的看法，但应该认识到，他的模型对于美国，尤其是西欧过去所发生的一系列危机具有很大的说服力。

我们的分析从第三章开始，运用了丰富的历史资料，重点对投机与经济过热进行了分析。这里的核心问题是投机究竟是市场稳定因素还是不稳定因素——换句话说，市场是否总是理性的。本章还对不同历史背景下，引发经济过热的外部冲击性质进行了研究，这些历史背景包括：战争、战争的结束、好收成、坏收成、新市场的开发创新，等等。最近冲击金融体系的一种特殊方式就是放松金融管制，或称金融自由化。根据罗纳德·麦金农和爱德华·肖早在1973年的论述，金融管制将鼓励市场就政府对银行活动的管理或压制进行投机，因而放松金融管制成为货币扩张，对外借款以及东亚投机性投资的特殊推动器。[9]

投机的主要对象是：出口商品、进口商品、国内或海外的农业用地、城市建筑、新银行、票据贴现所、股票、债券（两者都包括国内与国外发行的极富吸引力的股票）、财团、摩天大楼、购物中心、办公楼等。适度的过剩并无什么危害。但很难回答的一个问题是经济繁荣是否仅在遇到对两个或两个以上目标的投机时才会危及金融稳定？例如，在收成不好时对铁路或土地进行大量投资。

第四章探讨了经济过热与恐慌在货币方面的表现。我们应注意到，经济繁荣或恐慌往往是由货币事件引发的——例如重新铸造硬币，发现贵金属，复本位制度下黄金与白银价格比率的变动。再

如，意外成功地发行某一股票或债券，由于大规模的债务转换导致利率急剧下降或货币政策失误。另外，利率的大幅度上升也会通过脱媒而给经济带来麻烦，存款者将抛弃银行与储蓄机构，使得后两者仅持有价格不断下滑的长期资产。金融创新与生产过程中的创新一样，对金融体系形成冲击，导致过度贸易。1986 年国际清算银行发布的一份报告指出，对金融创新的定价往往过低，因此对它的使用也往往过度。[10]

我们要强调的更为基本的一点是，在任何时候，要正确地建立货币机制都存在很大的困难，而且不可能使之永远正确。货币是一种公共产品，因此，货币将其自身借贷给私人利用。而且对银行业的调控尤为困难。现代货币主义者坚持认为，许多或大多数过去所发生的周期性困难都是误解的结果。不可否认，这种错误经常发生并且情况十分严重。但本章的观点认为，即使按照经济需求精心调整货币供应量，并避免错误的发生，货币机制也难以长久地保持正确的状态。在政府制造出一定数量的公共产品——货币——之时，公众将采取一系列措施以获得更多的货币，正如律师在新的法规取代旧法生效的同时就发现新税法中的漏洞一样快。货币从硬币向银行钞票、票据、银行存款、融资券等形式的转化就说明了这一点。货币学派也许在货币供应量应保持固定水平的必要性方面是正确的，但在实现这一目标的可能性方面犯下了错误。

第五章讨论了欺诈与挪用的问题。经济过热时期，政府部门及官员的错误、渎职及贪污（政府官员的腐败）等行为一经揭露，往往会加速经济崩溃与市场恐慌。历史记录清楚地表明，欺诈是经济繁荣时期贪婪地追求财富的必然结果。随着货币体系的日趋紧张，金融机构流动性不足，因而未能得逞的欺诈行为就会暴露，拿了钱就跑的诱惑实际上已难以抵制。对此，笔者很难控制讽刺口气。书中将尽量克服。

第六章对危机进行了描述，重点描述了危机的国内表现。其中提出的一个问题是能否通过官方警告中止经济过热——包括道义劝说与严厉禁止两种手段。大量事实表明，经济过热难以通过官方手段予以结束，或至少是紧随官方警告就爆发了危机。1996 年 12 月

6日，美联储主席阿兰·格林斯潘的一番讲话引起了金融界的广泛关注，他认为纽约证券市场出现了“非理性的繁荣”。当时的道·琼斯工业平均指数为6,400点，之后爬升至11,000点。1929年2月，保罗·沃伯格（Paul M. Warburg）也曾发出过类似警告，但也未能阻止股票市场的上升。本章还对导致经济过热出现转折的事件的性质进行了讨论：例如，机构倒闭，挪用公款，一些问题被暴露或市场对此出现谣传，中央银行贴现率大幅度上升以阻止现金进入国内或海外流通等。在此之后，各类资产价格交替下跌并相互作用，从而最终爆发经济崩溃，影响金融体系流动性。

第七章对危机在国内的蔓延进行了讨论。刚才已经提到过，当两个或两个以上（而不止一个）的商品或资产成为投机对象时，金融危机将更加严重。历史表明，某一市场的繁荣会蔓延至其他市场。当发生经济崩溃时，崩溃会冲击银行体系，除了货币数量的变动外，将导致银行对信贷进行配额控制。1921年和1929年，纽约的股票市场与商品市场间的联系尤为紧密，在1929年和1987年股票市场与房地产市场的联系也十分紧密，1988～1990年，在日本和斯堪的纳维亚国家的危机中更是如此。

第八章我们转而讨论经济过热与经济危机的国际影响。国际市场通过多种渠道联结在一起，这些渠道包括贸易、资本市场、热钱流动、中央银行外汇与黄金储备的变动、商品价格、股票价格或各国货币币值的变动、利率变化，以及投机者狂热或失望情绪的直接传染。有的危机是区域性的，有的则是国际性的。是什么导致了其中的区别？举例而言，1907年发生于纽约的市场恐慌是否给巴黎造成了压力，传播至都灵（Turin），造成挤提存款，从而加速了意大利社会银行的崩溃？在这一点上也存在着基本意义上的模棱两可。某一金融中心收紧银根既可能吸引资金进入，也可能排斥资金的进入，这主要取决于市场对利率上升所发生影响的预期。如果预期没有弹性——即不担心爆发危机或货币贬值——那么贴现率上升将吸引海外资金流入，并提供了确保流动性所需的资金；如果预期富有弹性——即预期将导致价格下跌、机构倒闭或货币贬值——那么提高贴现率对于外国投资者而言，就意味着应抽出更多的资金，

而不是投入更多的资金。这一麻烦在人们的经济生活中十分熟悉。某一商品价格上涨后，消费者可能预期价格将会下跌，因而推迟购买，或预期将来价格会进一步上涨，因而加速购买。即使当预期没有弹性，人们对中央银行贴现率上升的反应正确时，政策与市场反应之间也会存在时滞，从而使得危机在救援军舰到来之前爆发。

引发金融危机的一个复杂但并不少见的途径是国内经济繁荣导致该国突然中止发放海外信贷。这曾发生于 1873 年的德国和奥地利，并导致了美国杰·库克公司（Jay Cooke）经营困难；在 1890 年的巴林危机中（Baring Crisis），由于阿根廷存在着一系列麻烦，英国不得不停止向南非、澳大利亚、美国和其他拉丁美洲国家放贷；1928 年春，纽约股票市场开始繁荣，切断了向德国和拉丁美洲债券的放贷，导致德国和拉丁美洲经济萧条。中止发放海外信贷很可能加速海外经济衰退，而后者又会反过来对导致这一切的国家产生影响。[11]与前几版相比，第八章的篇幅有所扩大，用以特别讨论拉丁美洲、亚洲和俄罗斯的经济过热与危机，以及源于本地，之后波及其他地区的危机传播方式。

第九章和第十章提出了如何在国内处理危机。在此，首选方法是一方面不采取任何措施，另一方面设计一系列应对方法。对于那些认为市场是理性的，能照顾好自己的人来说，他们选择不采取任何措施；其中一种观点认为，只有经受过通货紧缩和企业倒闭的经济才是健康的，因为这样才可避免经济繁荣时期可能犯下的错误。他们设计的各种危机应对方法包括放假，银行放假，发行代价券，对负债进行担保，发行政府债券，实行存款保险，以及建立特种机构如美国的复兴金融公司（1932 年）或意大利复兴机构（IRI，1933 年）等。意大利文献资料将这一过程称为对银行和企业的“援救”；1974 ~ 1975 年英国援救了一批处于危机边缘的银行，这一过程被称为“救生船”行动。

第十章探讨了与最后贷款人相关的一些问题——是否应该有一个最后贷款人？谁应该作为最后贷款人？最后贷款人应如何运作？以及最后贷款人赋予金融体系的两难选择。如果市场确信它将被最后贷款人拯救，其自力更生的能力就会被削弱。另一方面，人们会

为了今天的金融体系选择阻止市场恐慌，而并未考虑到该行为对今后激励机制的影响。如果存在一个最后贷款人，那么它应该拯救谁：仅仅是内部人吗？还是内部人与外部人两者？更或是在流动性不足时仅拯救仍有清偿能力的机构？在此，清偿能力在一定程度上取决于市场恐慌的程度与延续时间。这些都是政治性问题，在需要通过立法扩大存款保险公司或联邦储蓄与贷款保险公司（FSLIC）等机构资金时尤其如此。在面临强大压力的危机期间，上述机构在援救问题银行时出现资金不足，需要通过立法扩大资金。这一问题在20世纪90年代的日本尤为尖锐，1990年日本股市的泡沫经济崩溃，银行、信贷协会和其他金融机构发放的大量房地产贷款成为不良贷款，使政府面临着令人头痛的问题：税务负担到底增加了多少。尤其让人感到棘手的是20世纪90年代日本政府，在决定如何应对危机、如何采取反应措施方面动作迟缓。

第十一章从有一个负责的政府的国内领域转向国际领域。在国际上，不存在一个机构或政府依法提供货币稳定这一公共产品。美国政府曾两次援助墨西哥，首先是1982年，其后是1994年。美国有两大目的，一是北美自由贸易区国家（NAFTA）应团结在一起；二是通过防止墨西哥金融体系崩溃，北美自由贸易区国家防止了对一系列“新兴市场国家”信贷的崩溃。但市场未能认识到这些目的或希望。在1995年国际货币基金组织对墨西哥的援助行动之后，危机扩散至泰国，横扫东亚至印度尼西亚、马来西亚和韩国，好在中国、新加坡和中国香港幸免于难。

最后一章对全书观点进行了总结。简而言之，我们的结论是：从长期的角度来看，货币供应量应固定不变，但在短期的危机期间它应当是富有弹性的。应该有一个最后贷款人，但它的存在受到人们的质疑。例如，只要政府最终提供了援助，并且只要市场对政府是否提供援助自始至终存在疑惑，从长期来看，市场对于纽约城是否会得到帮助，由谁来帮助持有不确定性应该是一件好事。这是一个精心设计的陷阱：最后贷款人总是会援助困难机构以防止不必要的通货紧缩，但它也总是使得市场对于援助能否及时到来，或是否有援助感到怀疑，唯其如此，才可能向其他投机者、其他银行、其

他城市或其他国家逐步灌输审慎经营的思想。在沃尔特的《候选人》（*Candide*）一书中，一位将军的脑袋被砍掉，仅仅是为了“鼓励其他人”。在此，我也主张采用一些花招、一些诡计来“鼓励”其他人（当然不会真正地砍掉某些人的头），这是因为货币原教旨主义对经济体系产生了如此令人不快的后果）。

在我结束本章之前还有一个忠告。本书没有多少新理论。在可以满足知识更新要求的范围内，本书的模式不会改变。在过去40年中，有相当一部分的经济文献致力于攻击旧的分析模式，但我正好认为这些旧模式是有效的。例如，以米尔顿·弗里德曼为首的货币主义学派认为：实际上不存在任何会导致不稳定的投机，市场是理性的，政府往往一错再错。我认为这种观点尽管不一定是错误的，但却过于武断，给意外事件留出的余地太小。凯恩斯主义和货币主义都忽视了价格变动对宏观经济的影响，他们认为价格变动给生产者和消费者带来的收益与损失相互抵消，对经济体系不会产生影响，除非存在货币幻觉，也就是说，在名义货币总量不变时价格变动，而消费者与生产者未能觉察到收入的变动。对此，我的判断是这一幻觉往往被误解为：价格下跌往往在低价格的好处显现之前就导致工业企业、商业企业和投资者倒闭，导致金融脱媒、银行倒闭和通货紧缩蔓延。而当今世界价格上涨的净效应可能会受到由此产生的相互抵消的收益与损失限制，而未能允许经济做出反应。但我认为，前凯恩斯主义者们将注意力集中于价格波动是正确的，但如今人们却随便地抛弃了这一点。对经济过热、泡沫经济、经济崩溃、市场恐慌和最后贷款人进行研究有助于我们重温从古典论题到修正主义的反论题的演变过程，从而得出更为全面的综合结论。或至少我是这样认为的。

注释：

1. 在本书第三版，我列出了许多关于1994年以前金融危机的著作。在20世纪末，情况并没有发生什么变化。参见苏珊·斯特恩吉，《疯狂的货币》（曼彻斯特：曼彻斯特大学出版社，1998年）；

乔治·索洛斯，《全球资本主义的危机：受到威胁的开放社会》（纽约：公共事务，1998 年）；罗伯特·科特等人，《金融危机与亚洲》（伦敦：CEPR 的讨论稿）；埃里克·巴萨龙，“从此处到无极：对金融危机的思考”，《猜想》（巴黎巴斯），28 周年特刊（1998 年 10 月）；弗朗西斯卡等人，《危机？什么危机？国家债权人的检测》（伦敦：CEPR 的讨论稿，1998 年）；斯拉查德·莱曼编辑《区域金融危机的管理》（阿姆斯特丹：克鲁尔，1998 年）；爱德华·钱塞勒，《魔鬼在最后：金融投机的历史》（纽约：法拉、斯特劳斯、吉鲁科斯，1999 年）；查尔斯·莫里斯，《金钱、贪婪与危机：为什么金融危机和崩溃会发生》（纽约：兰登书屋，1999 年）；“现实中的银行重建”，国际清算银行政策论文，第 6 期（巴塞尔：国际清算银行，1999 年 8 月）。

2. 查尔斯·金德尔伯格，《衰退中的世界：1929 ~ 1939 年》，第 2 版（伯克利：加利福尼亚大学出版社 1986 年出版）。

3. 关于对经济学尤为严峻的挑战，参见安·斯沃茨（Anna Schwartz）在《政治经济周刊》第 88 期（1975 年 4 月）上的评论，第 231 ~ 237 页。

4. 托马斯·乔普林，《在致托马斯·吉斯伯尼的一封信中议会对经济恐慌的咨询》（伦敦：里奇维森斯出版社（1832 年之后）出版），第 28 页。

5. 安娜·施瓦茨，“真实与虚假的金融危机”，收录在卡皮和伍德编辑的《金融危机与世界银行体系》一书中第 11 ~ 40 页；以及同一本书中第 190 ~ 248 页迈克尔·博多的“金融危机，银行业危机，股票市场崩溃和货币供应量：一些国际性的实证分析”。

6. 雷蒙德·戈德史密斯，“对海曼·明斯基的金融不稳定假设的评论：资本家的过程和经济行为”，收录在金德尔伯格和拉法格编辑的《金融危机》一书中的第 42 页。

7. 迈克尔·博多，“金融危机：历史教训”，该文是提交第五届国际金融大会的论文，该大会于 1987 年 4 月 9 ~ 11 日在鹿特丹伊莱斯莫斯大学召开。

8. 参见罗伯特·弗来德（Robert Flood）和彼德·盖伯（Peter

Garber）的《投机泡沫、投资冲击和政策转换》（剑桥：麻省理工学院出版社，1994 年）。他们认为“经济的基本面”决定了经济活动，除非政府改变规则。过去一个世纪的最后 25 年中一个尤为突出的变化就是金融市场的自由化。

9. 爱德华·肖（Edward Shaw）的《经济发展中的金融深化》（纽约：牛津大学出版社，1973 年）；以及罗纳德·麦金农（Ronald McKinnon），《经济发展中的货币与资本主义》（华盛顿：布鲁金斯学院，1973 年）。以及约翰·威廉姆斯（John Williamson）和莫利·莫哈（Molly Mohar）曾对发展中国家的金融管制进行了题为“金融自由化调查”的详细研究，发表在“国际金融论文集”第 221 期上（普林斯顿，国际金融部，1998 年 11 月）。

10.《国际银行业的最新创新》（国际清算银行，1986 年）。

11. 参见金德尔伯格的“1873 年的经济恐慌”，以及本书中的“金融危机的国际传播”；亨利塔·拉尔森（Henrietta M. Larson）的《杰·库克，私人银行家》（马萨诸塞州剑桥：哈佛大学出版社 1936 年出版）；以及马休·西蒙（Matthew Simon）的《1865～1897 年美国国际资本流动的周期性波动》（纽约：阿诺出版社 1979 年出版）。

第二章　危机典型剖析

历史与经济学

对于历史学家来说，每一个事件都是独一无二的。但经济学认为，社会与自然之力的表现却不断重复。历史具有独特性，经济学则具有一般性。在后面的章节中，我们将描绘引发经济危机与经济崩溃的过度投机在不同阶段的表现，并辅之以大量的史料进行说明。本章我们关心的主要问题是一般金融危机中的经济模型。

应当注意的是，在此我们并不是要创建一个经济周期模型。经济周期涉及经济车轮的整体演变过程，而经济繁荣和经济衰退仅与周期中最终的上升与最初的下降有关。我们也并不关心经济周期与危机的阶段性。否则将把讨论主题扩展至各种经济周期：例如以存货波动节奏为基础、长达 39 个月的基钦（Kitchin）周期；由于大量投资于工厂与设备而持续了 7～8 年的朱格拉（Juglar）周期；持续 20 年的库兹涅兹周期，它主要由人口一代又一代的变化引起住房建设的繁荣与回落；以及人们并不相信并纷纷避免引用的康德拉季耶夫（Kondratieff）周期，它由诸如铁路和汽车等大发明创造启动。[1] 与其他观察家一样，我们注意到在 19 世纪的前半期，每次危机发生的时间间隔在十年左右（1816 年，1826 年，1837 年，1847 年，1857 年，1866 年），之后越来越支离破碎。我们不打算对这种时间间隔做出解释，但我认为从某一次投机狂潮引发危机，到投资者从失败中恢复过来并愿意再度起飞之前，必须有一段时间间隔。

模型

我们可以从海曼·明斯基的模型开始，此人在货币主义理论家

中享有极度悲观的声誉，他甚至十分悲哀地强调货币体系是很脆弱的，有可能导致经济走向灾难。[2] 尽管明斯基是一个货币主义者，而不是经济史学家，但他所建立的模型有效地说明了经济与金融发展的历史。实际上，他强调信用体系不稳定和货币体系导致灾难的可能性，这沿袭了一系列古典经济学家的模型理论，只不过根据个人观点有所改动。这些古典经济学家包括约翰·斯图尔特·穆勒、阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）、奈特·维克塞尔和艾夫因·费雪。与费雪一样，明斯基认为债务结构在引起企业财务困难的过程中起着很重要的作用，尤其是杠杆债务合约，因为它主要依靠借债来得到投机资产，希望再次出售以获得高额收益。

根据明斯基的分析，危机往往始于“错位”（displacement），即对宏观经济体系的外部冲击。外部冲击的性质随每一次投机高峰的不同而不同。它可能是战争的爆发或战争的结束，也可能是农业丰收或欠收，也可能是一项发明创造得到了广泛采用——例如河流、铁路以及汽车——或是具有广泛影响的政治事件的发生，或是由于债务转换导致利率突然下降。货币政策出人意料的变动也可能导致冲击，因此有些崇尚市场总是正确的，政府总是错误的经济学家将金融不稳定归因于“政策转变”。[3] 但不管外部冲击的原因如何，如果其规模足够庞大、影响足够广泛，它将影响经济中至少某一个重要部门的利润机会，从而改变经济前景。外部冲击给一些新的企业或现有的老企业带来了盈利机会，同时对另一些企业关闭了盈利的大门。结果，手中掌握储蓄或信贷的企业和个人将尽力利用盈利机会获得更多利润，并退出亏损的企业。如果新的机会总体上多于失败的机会，投资与生产将会上升，从而导致经济走向繁荣。

在明斯基的模型中，经济繁荣是由银行信用扩张导致的，后者扩大了总的货币供应量。银行一般都可以创造货币，有的是在早期的制度安排下发行货币，有的是银行通过将多余的存款借贷出去的形式来进行。银行信贷极不稳定，或至少曾经极不稳定，明斯基模型也正是以这一点为基础。明斯基模型的这一特征在其更深层次的讨论中还会有所表现，对此我们将进一步讨论。在银行介入前后，由于个人信用无限扩张的本性，市场上已经出现了助长投机狂潮的

额外支付手段。在某一时点上，对某一个银行体系来说，其货币支付手段不仅可以在现有的银行体系内扩张，还可以通过创建新的银行，发明新的信用工具以及利用银行体系以外个人信用的膨胀来扩张。在此，关键的政策性问题就是如何控制货币扩张的上述所有途径。但是，即使防范了老银行和潜在新银行的不稳定性，在足够的动力激励下，个人信用的不稳定性仍然为经济繁荣提供了融资支付手段。

我们假定存在投机需求，且该需求已转化为对商品和金融资产的有效需求。一段时间以后，上升的市场需求对产品生产能力和现有金融资产的供应能力施加了压力。结果，价格上涨，新的盈利机会出现，并吸引了更多的厂商与投资者进入市场。此时产生了正向或称积极的连锁反应，新的投资增加了收入，从而刺激了进一步的投资，收入也进一步增加。这一阶段就是明斯基所谓的“上升阶段”。随着对生产和销售的投资，对价格上涨的投机也增加了。如果这一过程继续下去，尽管可以避免，但很容易产生亚当·斯密及其同时代人所称的“过度贸易”。

现在，我们已经清楚了过度贸易的概念。它涉及对价格上升的纯粹投机，即对未来收益的过高估计，或“三角债”[4]的过度上升。当然，纯粹的投机在商品市场是指买是为了卖，而非为了使用而购买，在投机于金融资产的情况下则是指购买是为了再出售，而不是为了获得收益。投机者在经济繁荣阶段往往过高估计未来收益，从而影响了生产和流通企业，在此无须解释。而三角债过度上升则主要是由于与现行商品和资产价格相比，甚至与价格的潜在变动相比，现金需求较低。它是指投机者仅交付保证金购买或分期购买资产，然后再将资产出售，同时转嫁其未来的支付义务。当厂商或居民看到他人从投机性购买及再出售中获利时，他们也会试图模仿：也就是古话所谓的“猴子看、猴子学”。在我过去十年中关于金融危机的谈话中，下面这句话往往会引起人们神经质的大笑：“没有什么事比眼看着一个朋友变富更困扰人们的头脑与判断力了。”[5]当陷入上述局面的厂商与居民人数日益庞大时，当一般情况下对高风险业务较为冷漠的人群也被卷入时，对利润的投机就从正常的理性

行为偏离为人们所谓的“投机过热”或“投机泡沫”。投机过热一词强调其中的非理性；泡沫一词则由于泡沫随时可能破灭而投上了阴影。在一些经济学家的技术语言中，泡沫就是指偏离了“基本经济要素”，不管是向上偏离还是向下偏离，它都可能甚至真正导致泡沫的产生。小幅偏离基本经济价值（如价格）往往被称做“噪音”。在本书中，泡沫是指价格的向上波动超过了一定范围并破裂。[6] 而极度负面的泡沫就是指经济崩溃。

正如我们在下一章将看到的，每次投机狂潮或泡沫经济中的投机对象大不相同。它可能是初级产品，尤其是从遥远的地方（指供求情况不清楚的地方）进口的初级产品，或是向远方市场出口的制成品，各种国内证券与海外证券，购买或出售产品或证券的合约，国家或城市的土地、房屋、办公楼、购物中心、摩天大楼和外汇。在投机的后期阶段，投机对象将从现实的有价值物品转向虚幻的物品。越来越多的人都在追求致富，但却不能真正理解这一过程。毫不奇怪的是，欺诈与赚钱之道在该阶段也十分繁荣。

虽然明斯基的模型仅限于一个国家，但历史上所发生的过度贸易大都要从一国扩散至另一国。扩散的途径有多种。例如，国际贸易中的商品与资产，如果它们在某一个市场的价格上升，由于套利行为，它们在其他市场的价格也会上升。由于对外贸易乘数的存在，通过进口的增加或减少，一国的收入变化将影响到其他国家的收入。第三个扩散渠道是资本流动。而黄金、白银（金本位制度下或复本位制度下）或外汇等形式的货币流动是第四个渠道。另外，还存在着纯粹的心理上的作用，例如，一国投资者对经济的乐观或悲观情绪将影响到另一国投资者。实际上，各国的金融市场（日本除外）都于 1929 年 10 月 24 日和 29 日以及 1987 年 10 月 19 日同时爆发了价格下跌，同时爆发的速度之快，已远远不能用套利、收入变化、资本流动或货币流动等来进行解释。

关于货币流动，通常认为在理想世界中，某国的货币收益必然与另一个国家相应的货币损失对应，前一种情况下相应的经济扩张将被第二个国家的经济紧缩所抵消。但在现实世界里，第一国的经济繁荣会由于储备供应，也就是“高能货币”的增长而加速，而第

二国尽管货币储备减少，经济仍可能繁荣，因为国外价格与利润的增长将吸引投资者加入投机角逐。换句话说，由货币紧缩导致经济紧缩的可能性会被投机利益的增长和需求的增长所淹没。因此，不管出现什么情况，这两个国家的信用体系都面临着很大的压力。

随着投机性繁荣的继续，利率、货币流通速度和价格都将继续上升。在一定阶段，某些内部人决定接受现有的利润，出售投机商品。在市场达到高峰阶段时，人们尚对是否退出犹豫不决，随着新投机者的进入和内部人的撤出，市场得到平衡。价格开始下滑。随后是令人不安的“财务困难”（financial distress）阶段。该词产生于公司财务，是指一家企业面临不能偿还负债的可能性，即使这一可能性十分渺茫时，人们就称这家企业处于财务困难阶段。[7] 对于经济整体而言，也是一样，投机群体应该意识到，他们有可能需要流动性援助——即出售其他资产、收回现金——而这将对商品和证券价格产生灾难性的后果，一些为投机而借入资金的借款人将不能偿还贷款。这种状况持续下去，投机者将逐渐或突然地意识到市场繁荣难以维持，是撤出的时候了。因而争相从长期或实际金融资产中退出，以换取现金，这种角逐将最终演变为一场溃逃。

危机往往被突然引发，其信号包括：一家压力过大的银行或企业倒闭，某人试图以不诚实的手段，例如欺诈或挪用资金来逃避压力行为的暴露，或是主要投机商品的价格下跌，往往表现为单一投机商品的价格下跌。以上任一种情况都会引发市场崩溃，价格下跌，破产增多。有时，市场的流动性尚能保持有序，但随着市场参与者认识到只有这么多的钱，不可能每个人都在价格最高点售出时，就会爆发市场恐慌。对于这一阶段的描述——也不是明斯基的首创——是风云突变（revulsion）。商品与证券市场的风云突变导致银行停止发放以商品和证券资产为抵押的贷款。在 19 世纪早期，这一现象被称做信用骤停（discredit）。过度贸易、风云突变和信用骤停——所有这些词都散发出过时的陈旧气息。也许它们不够准确，但确实描绘出了一幅生动的图画。

风云突变与信用骤停可能将导致市场恐慌（或如德国人所言，是“关门的恐慌”），人人都拼命要在大门关闭前挤进门去。与投机

一样，市场恐慌也会自行演变，直到以下三种情况中的一种或几种发生：（1）价格下跌到过低的水平，以至于人们试图再次购买流动性稍差的资产；（2）当局对价格下跌幅度施加了限制，关闭了交易所，或者是中止了交易；* （3）最后贷款人成功地说服了市场，表明有足够的资金满足现金需求。即使当局并未针对其他资产大量发行货币，也有可能重建市场信心；仅仅是认识到可以获得足够的资金就足以缓解或消除人们的资金需求。

对是否应该设立一个最后贷款人的问题目前还有争议。反对这一职能的人认为它的存在从一开始就鼓励了投机。而支持者们则更多地考虑如何解决当前的危机，而不是如何预防危机。同时，国际最后贷款人的地点设立也有问题。在国内危机中，各国政府或中央银行（指有中央银行的国家）有责任处理危机。但在国际范围内，既不存在一个世界政府，也没有任何世界性的银行具备足够的力量成为最后贷款人，尽管有人认为自 1944 年布雷顿森林体系建立以来，国际货币基金组织就已经承担起这一任务。

在此有很多两难的选择、争议、疑惑和问题。后面的篇幅中将对它们进行更深入的研究。

模型的有效性

明斯基模型的一般有效性将在各章中进行详细分析。现在我只想讨论三个相互矛盾的观点。第一个观点认为每一次危机是独一无二的特定环境的产物，各次经济危机之间存在着很大的差异，应将它们分解为不同的类型，每一类型有着自己独特的特点。无须争论，我们根本不同意上一章中提到的货币主义者的立场，他们认为应区分“真实的（或真正的）”和“虚假的”金融危机。第二个观点是明斯基的模型在早些时候也许是正确的，但今天的一切已有所

---

* 这一措施后来在尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）就 1987 年股票市场的崩溃向美国政府提交的报告中被称做“断路器”，早期被用于商品交易所的交易，当某种商品价格在某一日内下跌一定比例时，可在这一天的其他时间里中止该商品的交易。

不同。该观点还引用经济制度安排中的结构变化来予以说明，包括公司的增多、大工会和大政府的出现、现代银行业、更为快速的通讯，等等。据称，这些变化建立了一个以除古董商外任何人都不感兴趣的信用不稳定性为基础的危机模型。由于20世纪80年代以来爆发了第三世界债务危机，办公大楼、豪华住宅、购物大厦建设引起的财务困难（特别是东南部石油生产企业的财务困难），尤其是1987年10月19日道·琼斯工业股票指数下跌508点等事实，这一观点很少受到人们的支持。

第三个观点认为不可能存在任何泡沫，因为市场价格反映经济的基本要素，价格的大幅度下跌往往是政府或中央银行“政策变动”的反映。如果基本的经济要素正常，那么泡沫似乎就是从众效应和积极的连锁反应——轻信的傻瓜们尾随着敏锐的内部人——的结果，但相信有效市场假定的经济计量学家们则认为这一说法“缺乏充分论证”，没有考虑到现实中的某些因素，并呼吁进行更深入的研究。[8] 本书则探讨了深信这一点的学者们所忽视的一些因素。

当然，解决这一问题不可能使每一个人都满意。真相是多面的，而这类问题可以有不同的方法找出答案，可以通过人们对问题的基础和深度认知来得到证实。在此的关键是在运用明斯基模型的过程中，以现代语言来描绘的外部冲击、过度贸易、货币扩张、风云突变、信用骤停等的基本模式已经充分地描述了资本主义的经济本质，并向我们指出了经济政策中的主要问题。

关于第一个观点，即每一危机都是独一无二的，都是一系列历史意外事件的产物。这一观点同样适用于1848年和1929年的危机[9]，并且在本书所列举的一系列危机中有所反映。许多事实也支持了这一观点。任何一次危机的特点都与其他危机不同：包括外部冲击的性质、投机的对象、信用扩张的形式、欺诈者的创造性、引发风云突变的事件的性质等。在此引用一句法国老话，某一事物变化越大，它所保留下来的东西也越多。细节是各式各样的；结构却

保持一致*。我们在本章的重点是结构；在以后的章节中，我们将对细节更感兴趣。

更有意思的是这样一个建议，即应将真正的“危机”划分为几大类型，包括商业危机、工业危机、货币危机、银行危机、财政危机、金融危机（主要指金融市场的危机）等，或是根据区域划分为所谓的地区性危机、区域性危机、国内危机和国际危机。根据这类标准进行的分类还有许多。尽管这样分类有其合理的因素，但我们仍要否决它们，有两大原因。首先，我们主要关心国际性金融危机，这些危机涉及一系列关键因素——投机、货币扩张、资产价格上升及随后的大幅下降以及对现金的争夺。总的来说，不在以上范围之内的危机不会引起我们的关注，而在此范围之内的大量危机又表明，这个范围内的危机类别是值得研究的。其次，本书对一般性特征进行了充分的研究；更深层次的分析可能使我们过多地沉溺于细节，导致负担过重。

对明斯基模型更有力的攻击来自已故的阿尔文·汉森（Alvin Hansen），他声称该模型只能解释 19 世纪中期以前的世界经济，但 19 世纪中期以后的世界经济则经历了巨大的变化：

建立在市场不确定性、商品投机、“过度贸易”、银行信贷过度，以及贸易商和商人心理基础上的理论确实吻合了现代资本主义早期的“重商主义”或商业阶段的发展。但随着 19 世纪的发展，工业……已成为通过储蓄和投资寻求利润回报的资金的主要出路。[10]

在其著作中，汉森解释了所谓的经济周期。作为凯恩斯主义最重要的阐释者，他希望在开始凯恩斯主义的分析前修正对凯恩斯主义的早期解释。据我判断，他错了——不是错在其关于现代公司增加的判断或储蓄和投资的重要性的论述，而是错在他认为现代公司的增加和储蓄与投资的日益重要，必然要求摒弃理论界早期对商品

* “泡沫之间十分相似，经济恐慌之间的差异也并不太大，不管在经济过热阶段价格上涨的对象是对外贷款，还是黄金、橡胶或是铁路股票”（Paul E. Emden, *Money Powers of Europe in the Nineteeth and Twentieth Centuries*, New York: D. Appleton - Century, 1938, p.92)。

和证券投机，以及对信贷和价格不稳定性的看法。汉森的注意力被吸引到储蓄和投资以及这两者后面的因素上面，这是可以理解的，但对不确定性、投机以及不稳定性的忽视并不意味着它们统统消失了。

本书的核心在于说明凯恩斯理论是不完善的，并不仅仅是因为它忽视了货币供应量这个因素。货币主义也是不完善的，凯恩斯主义与货币主义的结合仍然是不完善的，正如将投资与储蓄（IS）之间的联系和流动性与货币供应量（LM）之间的联系结合在一起的汉森—希克斯（Hansen - Hicks）的 IS—LM 曲线一样，是不完善的，即使引入了生产和价格（目前最新的宏观经济分析是这样做的），如果没有考虑到预期、投机、信贷和对不同资产进行杠杆投机的作用等因素的不稳定性，也是不完善的。凯恩斯主义者和弗里德曼学派，加上综合了两者的最现代的宏观经济理论的最大缺陷就是不完善。同时，在某些特定情况下，对某些因素的忽略也是十分关键的，它可能使凯恩斯主义和货币主义产生误导。

模型在今天的相关性

明斯基模型在今天仍可以适用的一个领域就是外汇市场，该市场的价格大幅度波动，尽管货币当局对其进行大规模干预，该市场上的外汇投机仍给一些企业和银行带来大量亏损，而其他一些机构则赚取了大量的交易利润。[11]虽然该市场曾经避免了金融危机的爆发，但一些观察家认为并未避免多少。

再一次地，我们应审慎对待发展中国家庞大的外债规模，它不仅仅是在石油价格上升以后积累起来的，更重要的是——也是为人们所普遍忽略的一个事实——它是在那之前的几年中积累起来的。当时，由于货币政策的严重失误（美国创造了大量的低廉资金帮助尼克松竞选连任，同时，德国的德意志联邦银行紧缩银根限制通货膨胀），跨国银行年复一年地苦苦挣扎，试图发现新的国外借款，从而迫使资金流入了欠发达国家（LDCs）。扎伊尔和秘鲁的债务违约导致一些规模稍小的银行回撤，其他国家如阿根廷、巴西和墨西

哥等则面临跨国银行撤回贷款的厄运，并被迫不时推迟偿还债务，并开始协商谈判重组债务。银行辛迪加贷款早在 1978 年就处于困境之中，但各方在 1982 年 8 月墨西哥债务危机爆发以前尚不明了当时的状况。[12]在那次危机中，美国发挥了最后贷款人的作用，在国际货币基金组织制定出具体的债务重组计划之前，美国就已购买了价值 10 亿美元的石油作为战略储备，纽约联邦储备银行发放了 10 亿美元的过渡贷款。自那以后，各方都呼吁制定解决第三世界债务问题的明确办法，主要是通过大规模的核销来减轻债务负担。

离我们更近的例子包括 1988 ~ 1990 年日本的股票和房地产市场；1993 年“新兴市场经济”对对冲基金的投资，其中的许多投资——特别是墨西哥再一次地——于 1994 年崩溃。自那以后，由于对冲基金日益活跃（这些基金拥有不到 99 个的合伙人，每人均拥有大量资金），资产交易方式迅速革新，衍生产品交易，通过因特网进行的股票交易发生了爆炸性的扩张，交易往往全天 24 小时进行，直到深夜。这种变化加大了股票交易的波动，将股票价格指数抬升得更高。个人储蓄的下降，个人破产率的上升，以及随着外国投资者购买美国商品、股票、债券甚至企业，导致美国国际收支赤字日益扩大，加重了过度贸易的风险，继之以风云突变，甚至是信用骤停，从任何意义上来说，这些都并非是从遥远的过去继承下来的。

因此，我坚持认为不能像汉森那样抛弃明斯基模型。但我是向后看的，而不是向前看。这是研究金融史所要求的，而不是经济预测所要求的。这个世界似乎并没有从过去的经历中汲取教训。可能在将来能够学会这样做。

注释：

1. 约瑟夫·熊彼得（Joseph Schumpeter），《经济周期：资本主义过程的理论、历史和统计分析》（纽约：麦克格罗—希尔出版社，1939 年），第 1 卷第 4 章，第 161 页。

2. 海曼·明斯基，《约翰·梅纳德·凯恩斯》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1975 年），以及他的“金融不稳定性假定：资本主义过

程和经济行为”，见 C.P. 金德尔伯格和 J.P. 拉法格编辑的《金融危机：理论、历史和政策》（剑桥：剑桥大学出版社，1982 年），第 13 ~ 29 页。如果想从历史的角度来研究海曼·明斯基的著作，请参见佩利·墨林的“海曼·明斯基”《经济行为与组织杂志》第 39 卷（1999 年），第 125 ~ 158 页。

3. 罗伯特·弗莱德和彼得·盖伯，《投机泡沫，投机性攻击和政策转变》（马萨诸塞剑桥：麻省理工学院出版社，1994 年）。

4. 参见 R.C.O. 马休斯，“公共政策和货币支出”，收录在托马斯·威尔森（Thomas Wilson）和安德鲁·斯金雷（Andrew Skinner）编辑的《市场和国家：亚当·斯密论文集》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦敦出版社，1976 年），第 336 页。

5. 参见詹姆斯·斯图尔特，《贼窟》（纽约：触石丛书，1991 年，1992 年），第 97 页：“真正引导了兼并浪潮（80 年代）的是看到别人挣到了钱，许多的钱，主要是通过买卖公司得到的。”

6. 罗伯特·Z. 艾利伯尔认为，“当投资者对星期五的资产（包括股票、房地产或郁金香种子）价格的预测是建立在星期一到星期二价格的上升和星期二到星期三价格的上涨的基础之上时，泡沫就产生了”（个人通信）。

7. M.J. 戈登（M.J.Gordon），“走向财务困境的理论”，《金融季刊》，第 26 卷（1971 年 5 月），第 347 ~ 356 页。

8. 参见弗莱德和盖伯，《投机泡沫》第 73 ~ 74 页，第 85 页，第 96 页，第 98 页。

9. C.P. 金德尔伯格，《衰退中的世界，1929 ~ 1939 年》，第 2 版（伯克利：加利福尼亚大学出版社，1986 年），第 1 ~ 3 页。

10. 阿尔文·汉森，《经济周期和国民收入》（纽约：诺顿出版社，1957 年），第 226 页。

11. 新闻报道指出乔治·索罗斯的量子基金在 1992 ~ 1993 年间通过卖空英镑和意大利里拉赚取了近 10 亿美元的利润，而在 1994 年春卖空日元的交易中亏损了近 6 亿美元。

12. 参见斯蒂芬·古得曼编辑的《发展中国家的融资与风险》（纽约：Praeger，1978 年）。

第三章 投机过热

市场理性

本章题目中“过热”一词的意思是指丧失了对现实和理性的感觉，甚至是某种近似于集体的歇斯底里或发狂。该词在经济史中十分常见，诸如运河过热、铁路过热、股份合作公司过热、土地过热，等等。但经济理论和社会分析一般都假定个人和人类整体是理性的，它们两者的观点怎样才能协调一致呢？*

从一定意义上讲，“理性预期”是一个技术性的假定，它主要用于经济计量模型中。它并不是假定明天与今天一样，也不是假定今天与昨天一样——它并不是变量的简单滞后，也就是所谓的适应性预期——经济计量学家们所谓的“理性预期”，是假定市场在变量变化时所做出的反应是经济理论中认为合理的反应，也就是说，该反应与标准经济模型得出的结论一致。

作为一般性假定，认为市场是理性的意味着什么？[1] 这是否意味着大多数市场行为都是理性的，或所有的市场在多数时间里都是理性的，或是每一个市场参与者都具有同样的智商，享有同样的信息，有着同样的目标，并且头脑中的经济模型也是同样的，或者是说所有的市场行为永远都是理性的？在此，如果人们采用的方程式不同，得出的结果也会不同。人们更容易普遍认为，大多数市场在大多数时间里都是理性的，而并非所有的市场永远都是理性的。这里有两个极端，一个极端认为市场从来就不是理性的，另一个极端则认为所有的市场永远都是理性的。在一次关于专家影响力的会议上，哈利·约翰逊（Harry Johnson）描述了对国际货币体系改革极

---

* 关于社会行为理性的技术性讨论参见附录一。

有兴趣的老一代经济学家“贝拉乔奥（Bellagio）小组”，和来自芝加哥、罗切斯特、曼彻斯特以及日内瓦的年轻一代经济学家之间的不同观点。

两大派别之间的差异可以这样概括：老一代经济学家往往这样说：“浮动汇率制度并未以我所预料的方式运行，因此，这一理论是错误的，世界是非理性的，我们只能通过各国政府之间的合作重新回到固定汇率制度，从而获得市场的理性”；而年轻一代的经济学家却认为“正如大多数市场一样，浮动汇率制度是人们认为可以理性运行的一种制度；如果以我的标准来衡量，该制度未能合理运行，那么我对该制度应如何运作的理解也许还存在缺陷；我应该更加努力地理解有关最佳理性行为的理论以及该理论的经验结果，以充分了解这一制度”。后一种方法论目前正广泛传播，并通过（年轻一代）经济学家实际得到了执行。[2]

因此，理性只是一个假定，而并非现实世界的反映。

从长期来看，市场理性是一个有效假定，这一点毋庸置疑。如果用卡尔·波普尔（Karl Popper）的话来说，该假定是“富有创造性的”，它表明了对市场的理解。从长期看，人类行为大多是理性的，因此，我们应该在该前提下来分析经济行为。

但米尔顿·弗里德曼却走得更远。他宣称不可能存在导致不稳定的投机。他认为，投机者本身的特点是给金融体系带来不稳定，他们往往在价格上涨时买进、下跌时售出，由于他们是高买低卖，因此产生了亏损。这样，根据达尔文主义，他们很难生存下去，因此，不可能存在不稳定的投机。[3] 即使是哈利·约翰逊这样的货币主义者，也认为弗里德曼的这个分析令他不安。[4] 我认为历史和更加精确的理论都将证明该分析是错误的。*

阅读大量经济史的有关文献就不难发现，市场理性假定和由此产生的不可能存在不稳定投机的结论很难成立。尽管可能不够准

---

* 弗里德曼的立场曾有一次与此不同，他说“不稳定的投机只是理论上的可能，但据我所知，没有经验证据表明该投机发生过，即使是在特殊情况下也没有，更别提成为一般性的法则”。[5]

确，有时也许过于夸张，但在历史的书卷中常常可见对市场理性不足，产生不稳定投机的描述。以下是从上述文献中摘录的片断：狂热……疯狂投机于土地……盲目……金融狂潮……发疯……梦想迅速致富……憧憬……着迷的投资者……盲目……人们充耳不闻、熟视无睹……生活在愚蠢乐园中的投资者……轻信……过于自信……投机过度……贸易过度扩张……胃口过大……狂热……疯狂扩张。

在谈到15～18世纪欧洲的日常生活时，费尔南德·布劳迪尔（Fernand Braudel）使用了狂热与激情两个词，并且大多都与消费有关，但有时也用于描述人们对香料、流行服饰、知识以及土地的兴趣。[6]

据说，在1866年5月黑色星期五倒闭的欧文伦德·吉尼（Overend Gurney）公司是由一些“自以为是的傻子”的公司组成的。[7]巴杰特说道，“这些损失的产生是如此的粗心和愚蠢，以至于人们认为即使是一个从伦敦城贷出资金的孩子也能做得更好。”[8]

克莱泛姆（Clapham）以典型的英国风格含蓄地描述了1890年的巴林公司：“他们没有考虑到这些企业或预计之中的企业投资者十分冷静或聪明地（但已经）越过了审慎界限。”[9]

或者，想想亚当·斯密关于南海泡沫的睿智描述：“大量房地产主享受着高额的资本利得。因此，很自然地，管理中将盛行愚蠢、疏忽和挥霍浪费。在股票操作中的欺诈行为和铺张浪费表现为（也正是）公司人员的疏忽大意、挥霍浪费和营私舞弊。”[10]

排在古典经济学家最后一位的是一贯较为严谨的阿尔弗雷德·马歇尔，他曾这样写道：

鲁莽从事贸易的恶魔总是很容易扩散到相关的人群。当市场上出现某家银行贷款的谣言时，人们会疯狂地将持有的该银行的所有证券转换为其他东西；他们对谣言的信任是无知的，其原来的不信任也是无知的。这种剧烈变化往往导致银行倒闭，而本来它是可以逐步偿还贷款的。一家银行的倒闭将引起市场对所有其他银行的强烈不信任，导致那些本来十分健康的银行也随之倒闭；这一过程正如一座木屋着火后迅速蔓延至另一座，甚至将防火建筑也卷入火海中。[11]

个人的理性和市场的非理性

我认为市场狂潮与恐慌和大众的非理性有关。理性的个人与非理性整体之间的关系往往十分复杂。主要有这么几种：(1) 大众恐慌，在此我们可以区分一系列相关情况；(2) 在某一连续过程的不同阶段上，人们的行为可能发生变化，一开始是理性的，然后逐步接着迅速地失去了与现实的联系；(3) 不同群体间的不同理性，贸易商、投资者或投机者的理性就不同，包括在早期阶段和晚期阶段的理性都会有所不同；(4) 所有的人都会认同合成谬误理论（fallacy of composition），它宣称时不时地，整体并不等于其各部分之和；(5) 理性的市场有时也会失灵，因为在面对某一个突发事件时，对数量的估计将影响市场反应的质量，尤其是在突发事件与市场反应两者之间存在时滞时；(6) 非理性也会由于经济主体选择了错误的模型，未能考虑到特定和关键的信息而产生，或者是由于隐瞒了与间接采用的模型不一致的信息而导致的。我们把由于贪婪而进行诈骗和贪污公款的非理性留待下一章分析。[12]

大众恐慌或者说是集体的歇斯底里是理性行为的偶然偏离。我们已将之纳入了许多经济模型：例如示范效应，具体的例子是发展中国家的消费标准超过了其自我生产的能力，并在收入下降时没有相应地削减消费，而收入增长时消费也随之增长（杜森伯利效应，Duesenberry effect）。在政治上，这表现为人们支持胜利者，这被称做从众效应，或是在人们抛弃失败者时的“老鼠逃离下沉的轮船”现象——尽管如果轮船真的在下沉，老鼠逃离是理性的。这个问题在法国历史学家居斯塔夫·勒朋（Gustave Lebon）的《群众心理》（*The Crowd*）[13]一书中得到了讨论，查理斯·麦凯（Charles MacKay）则在其《过度幻觉与群体疯狂》（*Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds*）[14]一书中对南海泡沫进行分析时提到了这个因素。他举了一个简单的例子，银行家马丁于1729年8月在第三次南海股票认购中认购了价值500英镑的股票，他在认购时说：“当世界上的其他人都发疯时，我们必须以某种方式效仿他们。”[15]

支持非理性理论的现代经济学家是海曼·明斯基，他在讨论市场“发热”时指出，在“发热”早期，这种过分的乐观情绪（也许是在经历了过度的悲观之后产生的）也许与太阳黑子*或通向金星或火星的天堂之路有关。在明斯基的计算中，它们始于“外部冲击”，始于系统的某些结构性特征以及人类的错误。某些事件的发生增强了市场信心，导致市场盲目乐观，确信未来经济会繁荣，利润增加，因此人们认为有必要进一步加大证券投资。结果，金融机构接受了在理性环境下一般不会接受的流动性较低的负债结构，经济开始扩张，并不断繁荣，直到产生经济过热。

艾夫因·费雪与其同事哈利·古尼森·布朗（Harry Gunnision Brown）以及奈特·维克塞尔对非理性理论则有另一种解释：他们强调实际利率过低。[17]他们认为，在经济增长时期，价格上升，但利率变动滞后。这就意味着实际利率下降。贷款人产生货币幻觉，忽视了价格的上升，对名义利率较为满意。而借款人并未产生货币幻觉，他们认识到实际利率已经下降。在实际利率下降、利润前景更佳且保持稳定的情况下，理性投资者的投资扩张。但这一情况并不具有普遍性。有时可能是某一类金融主体产生了货币幻觉，而另一类却没有。此外，投资过热并不是普遍的，它往往集中于某一个或两个由外部冲击导致的投机项目。

利率较低往往只是某一类现象的特殊个例——即对金融创新定价过低，以得到市场的接纳。但是这样可能会导致滥用创新产品，或者导致该行业的新进入者从事高风险业务，以应付激烈的竞争。在此，最显著的例子包括杰·库克，19 世纪 70 年代早期北太平洋地区支持铁路建设的最后一位杰出的银行家；[18]罗杰斯·卡尔德维尔（Rogers Caldwell），他在 20 世纪 20 年代末支持发展地区性债券市场；[19]伯纳德·马库斯（Bernard K. Marcus），他在同一时代促进了美国银行抵押业务的发展；[20]以及 20 世纪 70 年代早期富兰克林第一

---

* 纯粹外部事件的概念曾经在第二版中多多少少地涉及。但自 1983 年以来，太阳黑子已经成为一个艺术性的词汇，用来表示与理性预期的基本特征相反的一般不确定性，参见大卫·卡斯和卡尔·谢尔的“太阳黑子会对我们产生影响吗?”[16]

银行的米歇尔·辛多纳（Michele Sindona）。[21]

投机往往要经历两大阶段。第一个阶段是理性投资阶段，居民、企业、投资者或其他主体对外部冲击的反应是有限的、理性的；在第二个阶段，资本收益起着主导作用。“最初的胃口只是要求高利息，但很快这就退位为第二位的要求。第二步的胃口是通过出售本金来获得高收益”。[22]在19世纪30年代的美国，购买土地最初只是为了增加种植高价格的棉花，然后再出售。到了19世纪50年代，根据范·弗莱克（Van Vleck）的说法，农场主和种植园主都开始“消费”土地并对土地进行投机。他们购进的土地多于耕种所需的土地，多余部分作为对其种植土地价值下跌时的保值；在经济繁荣时期，这种多多少少较为稳健的做法被抛弃了，农场主购买土地时必须具有大量的抵押物，而这一块土地反过来又作为为了从投机性价格上涨中获利而购买更多土地的抵押物。[23]18世纪30年代英国的铁路投机热潮可分为两个阶段：第一个阶段是1835年以前，投资于铁路并不会产生泡沫；第二阶段是1835年以后，铁路投资实际已是泡沫投资。在第一个阶段，铁路股票被创办人出售给地方商务部、贵格教派的资本家、精明的兰卡郡商人，他们既是商人又是产业家——即卖给了富有的人们，他们期待着从建筑铁路中获益，此时的股票不仅能满足最初5%～10%的红利支付，而且还可以满足随着工程的不断进展所带来的支付要求。在第二个阶段，职业性铁路创办企业——许多只对迅速骗取利润感兴趣——吸引了不

同阶层的投资者，包括妇女与教士。* [24]另一个范例是19世纪70年代初的维也纳建筑业，其发展也经历了同样的阶段，先是为建设而购进，然后演变为投机性赌注，以便于再出售时获得高额利润。[25]这也适用于伊尔斯·明兹（Ilse Mintz）关于纽约外国债券的两阶段发展过程：1924年和道斯贷款（该贷款启动了该市场的繁荣）以前，该市场发展较为稳健，后来却走向了投机。[26]20世纪70年代末80年代初，南加利福尼亚的在建住房市场出现投机热潮，投机商以高价将刚完工或在建住房出售给另一个投机商，后者又继续出售，随着这一过程的延续，住房价格不断上升，使得二级抵押品价

---

* 妇女和教士——用美国话来表示就是，“寡妇和孤儿”——可能应属于第三阶段，此时的证券已经成为市场调味品。法国人将这种投资称做适宜“一家之主”。查理斯·威尔逊在其《18世纪英国—荷兰的商业和金融》（剑桥：剑桥大学出版社，1941年）一书中，认为荷兰的投资者可以分为若干种类：

> “老处女、寡妇、退休的海军和陆军军官、地方官吏、退休商人、牧师和孤儿们”（第118页）；“数以百计的其他商人……以及数以千计的公务员、地方官吏、寡妇、孤儿和慈善机构”（135页）；“寡妇、牧师、孤儿、地方官吏和公务员”（162页）；“乡绅、自由职业者和阿姆斯特丹的官员们，寡妇和富裕的老处女”（181页）；“老处女、神学家、海军将军、公务员、商人。职业投机者和不可避免会出现的寡妇和孤儿”（202页）。

在我们引述的、本书铭文作者之一的巴杰特的名言中，缺乏正确投资智慧的资本投机者被概括为：“安静的女士，乡村牧师和守财奴”，以及“修道院院长、作家和祖母”。参见巴杰特的《爱德华·吉本论文集》，由第奥多·伯顿在其《金融危机和工业与商业衰退时期》（纽约：艾普里顿，1902年）一书第321~322页引用。

> 在其关于布劳汉姆爵士的一篇文章（1857年）中，巴杰特引用了他对1814年危机的评论：
>
> 狂热，我想在此没有别的称呼……降临到最卑微的人群，最遥远的地方，通过人们对商业利益的追逐……不仅仅是官吏和劳力者，还包括脑力劳动者，他们将用做养老与医疗的微薄储蓄也投入了……伟大的投机者崩溃了；谨慎徘徊的中间分子也被剥夺了在国内外继续交易的一切手段；可怜的受骗上当的人们失去了自己的财富，回到教区。”

以上摘自诺曼·圣约翰—斯特维斯编辑的《巴杰特史学论文集》（纽约：纽约大学出版社，1966年）第118~119页。

对于被拖入泡沫最后阶段的天真而无辜的人群的另一种英国式描述是“菜贩子和女仆”，而现在已没有第二种人了。美国对此的描述是“擦鞋人与侍者”，更现代的说法则是“漆匠与女职员”［约翰·布鲁克斯《受骗上当的年代》（*The Go-Go Years*）（纽约：维布莱特塔利，1973年，第305页）］。而目前美国做得很好的业余投机者与有时接受了糟糕建议的投资者包括成功的医生与牙科大夫，以及职业运动员。

格于1981年达到了顶峰，后来突然崩溃，价格下跌了近40%。[27] 1985年和1986年，波士顿出现了公寓"抢购热"，抢购公寓的人中有近60%是为了从公寓的再出售中获利。1988年，"抢购热"冷却，[28]这让我们回忆起1881年芝加哥的"平淡热潮"。[29]

投机具有两个阶段的事实提出了关于两类投机者的问题，即内部人和外部人的问题。这也被某些经济学家作为对弗里德曼不可能存在不稳定因素这一论断的答复。内部人往往采用投机手段驱使价格不断上涨，并在价格最高点将投机物品出售给外部人，从而导致了市场的不稳定。而外部人则在价格最高点购进商品，又在内部人采取措施使市场价格下跌时在谷底卖出商品。外部人的损失等于内部人的收益，市场整体没有变化。在一篇技术性文章中，约翰逊指出每一个具有不稳定性的投机者，必有另一个具有稳定性的投机者与之对应，反之亦然。[30]但职业性的内部人一开始通过加速价格的上升及下跌来扰乱市场，而高买低卖的业余外部人与投机热的牺牲者相比，对价格的操纵能力较低，前者只是在投机的后期才影响到后者。损失以后，他们又回到其正常的工作中，继续储蓄以备另一次赌博。

拉利·维默尔（Larry Wimmer）关于1869年美国黄金恐慌的一篇文章似乎表明不存在不稳定因素的投机。这篇文章有助于纠正人们，尤其是一些历史学家对这段历史的错误概念，但他和我都一致认为，古尔德（Gould）和费斯克（Fisk）总体上来说是扰乱了市场，导致了市场的不稳定。他们首先驱使价格上涨，然后，在将外部投机者从市场稳定者转变为不稳定者之后，将投机商品在高点卖出（至少古尔德是这样做的）。[31]两类投机者所得到的信息是不同的。早期，古尔德曾经试图说服政府有必要驱使黄金贴水（升水）上升，来迫使美元贬值，以提高谷物价格，而外部投机者却仍然根据他们的预期行事，其预期是根据过去的经验得出的，他们认为政府政策将驱使贴水下降，恢复美元对黄金的可兑换性。9月16日，外部人抛弃了这一预期转而相信古尔德，大量买进，使得黄金价格上升。另一方面，9月22日，古尔德从其合伙人格兰特总统的妹夫那里了解到，外部人原来是正确的，他的计划不会得到采纳。因

此，他大量卖出。后来，外部人才发现他们错了。结果是 1869 年 9 月 24 日黑色星期五的诞生，它在美国历史上是和 1929 年黑色星期二和黑色星期四，1987 年 10 月的黑色星期一以及三个黑色星期五齐名的黑色星期五之一。

另一种牵涉到两类投机者，内部人和外部人的事件是“买空卖空商店”。实际上，自 1933 年证券与交易所委员会宣布此业务为非法业务以来，这个名称已经消失了。同时，就我所知，经济文献中也并未讨论过它。* 要了解买空卖空商店，人们必须熟读小说，实际上，从小说中人们可以了解到许多关于投机热、经济恐慌、诈骗以及金融混乱的历史细节。克里斯蒂娜·斯塔德在其小说《万国之家》中对买空卖空商店进行了经典性的描述。[32]在一家买空卖空商店里，内部人从外部人那里获得公开买卖证券的订单，但却并不执行，因为他们认为外部人的赌注一般都被证明是错误的。同时，买空卖空商店还有套期保值的优势：如果最终表明外部人是稳定的投机者并且是正确的——低买高卖——那么，买空卖空商店的操作员似乎就是诈骗者和逃兵。在《万国之家》中，朱利斯·伯蒂伦（Jules Bertillon）于 1934 年逃到了拉脱维亚；而在今天，他的逃亡地恐怕会首选巴西或哥斯达黎加。

另一个有关高买低卖、具有不稳定性的外部投机者的例子是依萨克·牛顿（Isaac Newton）具有启迪意义的历史故事。作为一个伟大的科学家，他应该是理性的。1720 年春，他写道：“我可以计算天体的运动，但无法计算人类的疯狂。”因此，他于 4 月 20 日出售了持有的南海公司股票，获得了 100%的高额利润，约为 7,000 英镑。不幸的是，进一步的冲动随即又抓住了他，受那一年春季和夏季风靡全球的投机热传染，他在市场最高点时买入了更多的股票，最后损失了 20,000 英镑。许多经历过这类灾难的人都有这种非理性的习惯，最终他将这段经历抛诸脑后，在其一生余下的时间

---

* 对于买空卖空商店，曾有过一次很有价值的讨论，其销售区专为销售人员划分出来，参见华生·沃什伯恩和埃德蒙·狄龙的《高低金融家：臭名昭著的欺诈者及其对我们现代存货销售体系的滥用》（印第安那波利斯：鲍勃—美林，1932 年）。两位作者是 20 世纪 20 年代位于纽约的全国律师办公事务所的律师。

里，他甚至不能再听到南海之名。[33]

但是，即使每一个参与者的行为看起来都是理性的，各个阶段的投机或是内部人和外部人的投机仍可能导致经济的疯狂扩张和恐慌。这就是所谓的组成谬误，即总体与各部分之和不等。每个人的行动都是理性的——或应当是理性的，但并不等于其他人以同样的方式行动。如果某人行动十分迅速，先于他人买进并卖出，他可能会做得很好，就像内部人所做的那样，即使这个时候总体的情况看起来很糟。在南海泡沫事件中，卡斯维尔描述了这样一个理性的参与者：

超过资本实际价值的任何增长都仅仅是想像中的事情；不管普通算术如何延伸，1 加 1 永远都不会等于 3 个半，结果，任何虚拟价值都将是某些人或另一些人的损失。对此，唯一的阻止办法是及早出售，让魔鬼抓住最后一个人。[34]

“魔鬼抓的是最后一个人”，“狗咬行动迟缓者”等类似格言都是医治经济恐慌的药方。在此，我们联想到剧院起火的情况或者联想一下所谓的连环信（假定大家都懂置之连环信的过程，我就不进行描述了）实际上并不是每个人都能及时脱身，除非信的连环无限扩张。只要认为自己处在连环的早期阶段，并相信所有其他人也都这样认为，那么，加入这个连环过程就是理智的。第五章中讨论的庞兹（Ponzi）骗局就是一种连环信，这一计划产生于 1920 年的波士顿，庞兹票据的购买者保证可以在 45 天内获得 50% 的高额利润，而这笔向更早期的购买者支付的利润是用后购买者的钱来支付的；参与这项计划的许多人都后悔将自己的盈利又投入进去，成为金字塔的底端。当后来的购买者怀疑自己的钱可能已经回不来时，这一连环系统就开始崩溃了。实际上，永远不可能有足够的钱支付给所有的人，因为诈骗者——南海公司的组织者、庞兹以及那些及早脱身的聪明人——已经拿走了钱，而新资金的进入最终会枯竭。

与合成谬误极为类似的是基本经济学中标准的“蛛网”分析理论，在这一理论中，需求与供给并不是同时联系在一起的，正如拍卖的同时也出清了市场，但有一个时滞。“外部冲击”由改变了形势、延长了时间并改变了预期的事件组成。在这些情况下，理性预

期未能考虑到其他人做出类似反应的强度。比如，由于缺少物理学家、数学家、教师，许许多多的年轻人一拥而上，选择学习以上专业。经过一段时间后，市场供给增加，上述工作机会就变得较为稀缺，而非富余了。市场对咖啡、糖、棉花或其他商品的稀缺也可能出现类似的过度反应现象：价格先是一路上升，然后一路下跌。

经济过热和经济恐慌的历史中，有大量事例表明在外部冲击下的"蛛网"反应具有不稳定性。1808 年，威灵顿战争期间，葡萄牙皇室家庭涌入巴西，巴西市场开放，在几个星期的时间里，许多曼彻斯特商品被送进这个市场，数量比过去 20 年中消费的还要多，这些商品包括冰鞋和平底锅，正如克莱泛姆所述，19 世纪的经济学家们在解释商业疯潮时往往会提到这一事件。*[35]19 世纪 20 年代末，西班牙殖民地独立，创造了向拉丁美洲新政府发放贷款，投资于矿井股票并向该地区出口的过度繁荣。"需求突然增加，也同样突然中止。但许多人都以为需求的这种增长将持续下去。"[36]

马休斯认为 19 世纪 30 年代曾经有过一个为时两年的蛛网波动。"每一个商人，当他们自己的商品在市场上出售时，都会忽略其他商人投入市场的商品数量"。[37]19 世纪 50 年代的美国也正是这样，当时刚刚发现了加利福尼亚的金矿。

不仅在美国，而且在这个国家（指英国），都对加利福尼亚的能力抱有过度期望——自 1849 年发现金矿之后——毫无疑问的是，

---

* 海德曼，社会主义者，讥讽性地引用了 19 世纪 20 年代的范例："最可笑的错误是由本应为公众利益服务的阶层制造的。暖炉被运输到热带城市，而谢菲尔德则细心地为滑雪者们愉快地度过休闲时光提供了一切准备，尽管这一地区的人们从未见过冰天雪地。人们为衣不蔽体的流浪汉细心地准备了上好的玻璃杯与瓷器，而这些流浪汉们却发现羊角和可可壳是中空的，足以装下他们想喝的东西（参见 H.M. 海德曼，《19 世纪的商业危机》1892 年第 2 版；1932 年重印；纽约：奥古斯塔·凯利，1967 年，第 39 页）。在这一点上，克莱泛姆是对的，而海德曼错了。他们两人的资料来源均是 J.R. 麦克库洛夫的《政治经济学原理》第 2 版（爱丁堡，1830 年），书中引用的是 1810 年而非 1825 年。

1711 年 5 月南海公司的成立在拉丁美洲引起了对英国产品的强烈需求，从而"可能有效解决（英国的）金融问题，要求经济扩张，以支持我们的生活方式"。市场的繁荣主要反映在"对丝帕、最低劣的袜子、封蜡、调味品、钟表、奶酪、腌菜种以及金银天平的需求上"（参见卡斯维尔《南海泡沫》第 55 页）。

这种期望成倍地扩大了美国危机所带来的灾难性后果，并延长了它持续的时间。当时，伦敦和波士顿曾反复声明，每月有六条或最多八条中等规模的客船或各类驶向旧金山的货船即可满足当地的需求或消费；但实际情况却与之相反，东方的运输商每月要派遣十二至十五条满载的头等轮船驶入旧金山。[38]

另一个有些牵强的例子与葡蚜有关，葡蚜毁灭了许多葡萄园，导致法国的葡萄酒生产倒退。与之相对照的是，19 世纪 80 年代，在公司上市浪潮中，随着一家又一家私人酿酒厂的上市，英国酿酒厂股票日益抢手。其中，亚瑟·吉尼斯（Arthur Guinness and Co.）酿酒厂以 170 万英镑的价格被收购，然后又以 320 万英镑的价格被出售。[39] “该公司股票发行的成功就像发布了起跑信号一样；到 1890 年 11 月，已有 86 家酿酒厂向公众募集资金。”[40]

近期的一个例子是第一次世界大战结束后的英国，当时，商人们认为战争的胜利确保消除了德国人在煤炭、钢铁、运输和棉纺织业的竞争。工业资产、船只、股票，甚至房屋价格都纷纷上涨。大量公司被兼并，企业债务负担沉重。然后，从 1920 年夏天到 1921 年第二季度的煤矿罢工，严峻的事实可怕地到来了。[41]

还有三种情况游离于理性边缘。第一种情况与目标工人有关，这些人习惯于既定收入，当市场理性要求下调工资时，他们很难接受。在消费理论中，这就是我们已经提到的杜森伯利效应。在劳动力供给理论中，它构成了“后弯的供给曲线”，表明较高的工资或薪水并没有创造更多的工作机会，相反却导致劳动量减少，因此，提高劳动量的办法就是降低单位时间的劳动报酬。在经济史书中，这一原则被描述为“约翰·布尔可以忍受许多事情，但不能忍受 2%”。约翰·斯图尔特·穆勒对此这样写道：

这种变化，始于非理性投机，并以商业危机告终，随着资本的增长和行业的扩张，迄今为止其发生的频率并未下降，强度并未减弱。相反，可以说它们甚至增强了：结果，是人们常常所说的竞争加强；但我宁愿说是利润率和利率降低，使得资本家们不满足于普通但安全的产品收益。[42]

在复辟之终和七月君主政体开始之初的法国，也就是说在

1826年至1832年之间，尽管“法国人并不信任非法资金”，但投机依然盛行于法国市场。土地拥有者的资产收益率在2.25%～3.75%之间；工业家们希望利润率比其固定资产投资的长期利率高出2%～4%，也就是说毛利率在7%～9%之间。原材料的商人和投机者在成功地完成一笔交易后，希望可以将已投入多年的资金变现20%～25%。[43]更早以前，查里斯·维尔森写道，荷兰人已从商人转变为银行家（他们被指责为懒惰、贪婪）：由于阿姆斯特丹的利率下降至2.5%～3%，他们逐渐养成了投机的习惯。[44]1822年和1824年，以及1888年，公共债务的大规模转换是与利率的下降和投资者被刺激起来的对外国证券的胃口联系在一起的。[45]正如安德雷斯（Andréadès）对英格兰的描述一样，“当利率下降时，英国的商业界难以降低其生活模式，因此，为了更高的利润它抛弃了其正常业务，但也正由于如此，其所冒风险更大……投机导致了灾难爆发，且最终必须由中央银行承担这种灾难。”[46]

20世纪70年代，第三世界银行辛迪加贷款的繁荣被1970年春利率的大幅度下降所打破，当时，为了应付1970年股票市场的崩溃，美联储向纽约市场注入了大量资金，但却发现其中的大部分资金转移到了欧洲美元市场，而后者的利率又进一步下降到更低的水平。因此，流动性好的银行开始四处寻找出路，最终发现了拉丁美洲各国政府急需资金。银行与拉丁美洲政府的这种亲密合作于1982年8月墨西哥政府停止偿还债务而中止。

随着对冲基金投资于“新兴市场”，特别是亚洲几小虎——泰国、印度尼西亚、马来西亚和韩国——1993年的国际贷款出现了类似的热潮，启动了新一轮的债务高潮，这一热潮曾于1994年春被短暂地打断，当时美联储在冬季和春季三度提高联邦基金利率。

第二种边缘情况是当情况变化时，人们寄希望于形势会有所改善，或未能采取特别行动。首先，让我们关注纽约商品与证券公司、肯杨（Kenyon）、考克斯（Cox）、杰库克等公司分别于1873年9月8日、13日和18日倒闭的事实，它们分别向相关的铁路建设预付了资金（分别是密苏里、堪萨斯、得克萨斯、加拿大南太平洋和北太平洋地区的铁路），由于债券市场银根较紧，这些铁路难

以出售债券筹集资金，完成已经开始进行的建设。[47]类似地，由于纽约金融业的业务重点从债券转向了股票市场，面向德国的长期信贷于1928年中止，纽约的银行和投资公司继续发放短期信贷。当人们骑虎难下，或是抓住了狗熊尾巴却难以挣脱时，往往寄希望于情况的改善——也许不会改善——这似乎是明智的。这一模型在20世纪80年代也比较适用，当时，国际银行界向发展中国家集中发放了大量贷款。

为避免遗漏，再注意一下在克里米亚战争期间，汉堡的银行向瑞典住房建设企业发放了大量贷款，这些住房建设企业将大量物品走私运入俄罗斯，当战争结束，和平到来时，汉堡的银行却未能及时收回或核销这类贷款。瑞典则利用这些信贷投机于造船、工厂和矿山，从而导致汉堡陷入1857年的世界危机。[48]

第三种情况是头脑中有一个理性模型，但这个模型却是错误的。在非金融领域中，最著名的例子就是法国的“马其诺心理防线”，尽管可能有人认为与无分布时滞相比，这不太像非理性预期的情况。“‘当一个人对某一个事物的看法固定时’，庞兹认为，‘他可能与瞎子差不多了’”。[49]或是巴杰特对马休斯的评论：“一旦对某一个事物的第一印象很深，就很少有人能够消除这个印象”。[50]18世纪60年代，在七年战争结束以前，汉堡的商人并未受到商品价格下跌的伤害。因此，1799年，当拿破仑战争继续进行时，他们对1798年拿破仑大陆体系封锁渗透所致的价格下跌毫无准备。[51]这里还有一个例子是1888年建成了铜业联盟的法国银行家和工业家，其模型是在80年代早期的钢铁、钢轨铁路、煤炭和糖业卡特尔形成后成型的，它们被南非钻石辛迪加集团和西班牙罗斯希尔德（Rothschild）集团垄断水银业的成功惊得目瞪口呆（请注意，经济学家们根据石油输出国组织的胜利，往往推断出在其他每一种原材料和食品业中，价格实际都被成功地固定在较高的水平上）。1890年，法国辛迪加拥有了16万吨高价铜，同时还有许多购进更多高价铜的合同，许多老矿井重新开张，到处都在进行废铜的加工，同时价格却如大石般下沉。从一吨80英镑的最高点下降到38英镑，此时几乎立即就要爆发崩溃，但1889年法兰西银行发放了1.4亿

法郎的贷款，解救了这家企业，尽管巴黎的商业银行很不情愿为这笔资金担保。[52]这一事件与邦克尔·韩特（Bunker Hunt）在 1980 年试图垄断世界白银市场的失败尝试十分相似，当时，他重新加工银矿矿渣，到处收集废银，并且从事卖空交易——尽管不是自杀性的卖空。

前面，我们曾经谈到债务转换过程中，利率的突然下跌导致投资者从事高风险投资，以维持收入水平，也谈到了在石油输出国组织高价政策实施之前，货币政策的失误导致 1970 ~ 1971 年欧洲货币市场资金泛滥，刺激了跨国银行向第三世界发放了过多的贷款。有时，对金融创新的定价也可能过低，从而导致一系列冲击。这里至少有一种冲击值得注意：即放松金融管制。70 年代早期，罗纳德·麦金农发起了一场被他称为“金融压制”理论的攻击。所谓金融压制是指发展中国家的金融市场相互分离，以便于：（1）向政府发放贷款，（2）对外贸易，（3）促进大企业的发展，而代价是抑制其他企业的发展。[53]这个理论对本来已经受到芝加哥自由主义理论影响的拉丁美洲国家特别具有吸引力，它们纷纷实行了放松管制政策，但后果是出现了众多银行，信贷膨胀，通货膨胀加剧和银行倒闭。[54]麦金农认为，从这次崩溃中汲取的教训是应认真确定放松金融管制的顺序。[55]另一个结论是，以放松管制进行的金融创新必须分步骤进行，以便于金融市场对创新的每一步都能够进行充分调整。

在 20 世纪 80 年代的波兰和 90 年代初的前苏联，这个问题再次出现，人们就社会主义经济向市场经济的转变是否应一步到位迅速实现，还是应渐进式进行，以使市场适应消除管制的每一步这一问题进行了激烈的争论。但一个社会主义经济向市场经济的成功转型，似乎取决于社会主义经济在转变为社会主义制度以前，在多大程度上继承了其早期资本主义的制度背景。这一点波兰要远比俄罗斯强，后者由于长期实行社会主义，也由于腐败严重，资本主义的制度背景已所剩无几。这种遗产对于转轨成功而言，要远比放松管制的速度和国有垄断资产私有化的速度更为重要。

不幸的是，我不太了解这些国家的复杂情况，它们的金融危机

也与众不同，对此我无法发表意见。有许多经济学家对此掌握了大量信息，并有独立的看法，感兴趣的人们可以从他们的论著中得到这些信息。

关于纯粹的非理性，举两个例子就足以说明了：一方面，社会将全部希望寄托于与当前情况无关的悬而未决的事件上；另一方面，社会完全忽略它不愿考虑的事情。就第一种情况而言，1873年5月1日在维也纳开幕的世界博览会上，人们对它的盲目信任就是很好的例子。沃思（Wirth）说道，在第一年，企业的流动资产就大大超过了它们的流动负债，导致了严重的"问题"：银行信贷发放受到限制，融资方式向商品、土地、股票以及偿付债务取得资金转移，通融汇票链越来越长。不管怎样，整个体系都等待着博览会的开幕，人们认为（或至少是希望）将出现一个扭转乾坤的人物，通过一些不可知的手段来挽救整个形势。当博览会的开幕并没有带来什么变化时，市场就在5月5日和6日崩溃了。[56]

至于对相互矛盾信息的压制——即认识不一致的情况——可参考贝恩（J.W.Beyen）对德国20世纪20年代末未能有效限制短期外债的分析。他指出，有关各方并未正视危险，甚至斯查希特（Schacht）也并未正视危险，并指出："这种情况不是第一次，也不会是最后一次……良知受到了'压制'"。[57]

在此，我的结论是尽管理性假定在总体上是有效的，但有时——我要强调的是在不太频繁的时候——市场运作也是不稳定的，可能整体市场非理性，但市场的每一位参与者都是理性的。在此，要求我们将分析的视线转向外部冲击，转向投机对象，转向各国投机倾向的差异（如果有的话）。前两个问题可以从历史中找到丰富的材料予以说明。

外部冲击

外部冲击是指一些改变了时间段，改变了预期，改变了利润机会和经济行为的外部事件——"一些大多数时间里没有预料到的突发事件"。[58]该事件必须是大规模事件。现实社会中，每天所发生的

事情都会给社会和经济前景带来一些变化，但并非每一件都十分重要，都足以被称为外部冲击。

首先让我们想到的外部冲击就是战争。在有的制度下，可能包括马克思主义制度，战争被视做政治经济体系的内生产品，也就是说，是国家资本主义的内生产品。这并不是我们的兴趣所在。从抽象的角度看，不管是否确实如此，战争被假定为是制度的外生变量。

有的危机爆发于战争刚刚开始或刚刚结束之后，或者是战争结束后不久一些预期被证明是错误之后。在战争之初爆发危机的最著名的范例就是 1914 年的 8 月危机。至于战争结束时爆发的危机，包括 1713 年危机、1763 年危机、1783 年危机、1816 年危机、1857 年危机、1864 年危机、1873 年危机和 1920 年危机。此外，还有一系列危机令人印象深刻，它们爆发于战争结束之后 7 ~ 10 年的时间，这段时间已足以证明上次危机结束时的预期是错误的，这类危机包括：美国的 1720 年危机、1772 年危机、1792 年危机、1825 年危机和 1873 年危机（如果与独立战争联系起来），当然了，还有 1929 年的危机。

具有重大影响的政治变革也会影响制度与预期。例如，英国 1688 年的光荣革命促进了股份公司的发展，它表现为：到 1695 年，已有 140 家股份合作公司成立，总资本达 450 万英镑，其中只有不到五分之一的公司成立于 1688 年以前。到 1717 年，股市总资本已达 2,100 万英镑。[59]为限制泡沫经济的进一步发展，1720 年 7 月，英国政府制定了泡沫法案，禁止在未获议会明确批准的情况下进一步成立股份合作公司，这个限制一直实行到 1856 年。人们一般都将此视做对南海公司投机的反应。但卡斯维尔却认为，这是在南海公司支持下采取的行动，因为国王和议会都试图压制南海公司的竞争对手，他们担心随着投机泡沫的进一步滋长，竞争对手可能吸引走南海公司亟须的现金认购资本。[60]

类似地，法国大革命、恐怖统治、执政政府和帝国政府时期，以及拿破仑战争本身，都发挥着外部冲击的作用，它们导致了 1792 ~ 1893 年和 1797 年期间市场的大规模变动，导致了欧洲及其

他地区的英国和殖民地商品市场的建立与关闭。在法国，类似于这样的其他政治事件是复辟时期（1815 年）、7 月的君主政体、1848 年的“二月革命”和第二帝国（1852 年）。在英国则是 1857 年 5 月印度的印籍英兵叛乱，以及随后发生的印度武装革命，它导致伦敦金融市场陷入了困境。[61]当一小批英国裁缝试图就新国民政府颁布的降低工资的法规进行罢工时，当局开创了让步的先例，其代价是 1931 年 9 月的英维格登（Invergordon）混乱。这被欧洲大陆视做是对伟大的英国海军的反抗，并且，这一行动导致英国脱离了金本位制度。因此，在一定程度上，欧洲大陆认为此举使得伟大的英格兰银行威信扫地。[62]

在此，战争、革命、复辟、制度变迁以及武装起义大多产生于经济制度之外，因此，人们在设计模型时大多排除了这些因素。货币与金融冲击作为外生变量，更难描述。但受复本位制度下金银比率的限制，重铸硬币十分笨重，为了使政府收益最大化，有关当局对其进行了转换，出人意料地将投资者的注意力转移到其他途径上。结果证明，新的贷款远比所有的预期都成功——这也应被视做冲击。

如前所述，1619 ~ 1623 年的普鲁士铸币危机得名于货币兑换商，他们拿着来自于不断增加的铸币厂生产的劣币，摇晃着秤杆，试图从淳朴的农民、杂货商和手工匠人那里以劣币换取良币。这样，铸币的成色迅速下降，波及一个又一个省份，正如我们将在第八章中讨论的，这个过程最终持续到日常交易中所用的铸币均成为无价值的硬币，有必要重新开始铸造为止。[63]

德国后来的两大重铸币为我们提供了从事相反研究的契机。第一次重铸是在 1763 年，当时，普鲁士政府的弗雷德里克二世利用信贷从阿姆斯特丹购入白银，以铸造新的铸币代替七年战争期间成色已严重不足的老币。在新币发行之前，他将成色不足的老铸币退出了流通，从而引发了突发性通货贬值，导致贴现票据链崩溃。[64]一百多年以后，也就是法兰西—普鲁士战争赔偿以后，德国当局发行了新的货币，但这次是在旧货币退出流通前发行的，以保护各方利益。在三年的时间里，铸币的流通量从 2.54 亿第拉尔（相当于

7.62亿马克）的水平增长了3倍。结果导致了通货膨胀。[65]

我曾经提到过美国1893年的危机，这次危机产生于1890年《谢尔曼白银法案》颁布后，市场对黄金的可兑换性怀有疑虑。英国1822年、1824年、1888年和1932年的债务转换也引起了市场类似的担心，但1932年的债务转换与住房建设市场的扩张有关，并且没有导致危机。在法国，随着货币供应的扩张，1823年以后也开始讨论将5%的统一公债进行转换，同时，由于投资者不愿溢价购买统一公债，公债利率下降了。当时的三大银行家对转债的目的有着不同的看法：罗思希尔德希望借此售出更多的统一公债；格里法尔（Greffuhle）以及欧弗拉尔（Ouvrard）希望将投资者吸引到运河建设上来；拉斐特（Laffitte）则想借此保证工业的发展。当时，由于政治上的障碍，没能通过必要的立法，市场也最终放弃了统一公债保持溢价的目标。利率的这种大幅度下降引发了投机。[66]法国政府利用私人资金修建运河，[67]而虚弱的铁路建设热潮沿罗尔、里昂和塞纳河蔓延，最终随处可见。但这次投机的主要目标是主要城市及其周围的建筑——这些城市包括巴黎、米路斯（Mulhouse）、里昂、马赛和列哈维。[68]巴尔扎克在其一本书中对这段历史进行了描述。[69]该书写于1830年，描述了一位香料商受人怂恿，用借来的钱购买了梅德林（Madeleine）附近建筑股票的悲哀故事，结果“三年后他肯定可以收回四分之一的价值”。

我曾提到拿破仑战争、法兰西—普鲁士战争和第一次世界大战以后战争贷款的成功赔偿。历史表明，任何令人吃惊的成功的证券发行，认购数量的成倍增长，以及认购者迅速得到的升水都将吸引借款人、贷款人，特别是投资银行家。1819年的巴林贷款——“由英国证券公司签订的第一笔重要的外国贷款”[70]——导致法国、普鲁士、奥地利，还有稍后脱离西班牙独立的美洲殖民地政府迅速发行了一系列贷款。梯也尔公债（Thiers），使得法国的银行机构垂涎得到外国贷款，这种饥渴又受到了1888年沙皇俄国贷款转换的进一步刺激，后者拯救了德国投资者。但在1917年革命后，它却将法国投资者送上了绝路，送给他们的是悲哀而不是成功。1924年的道斯贷款让美国投资者高兴地发现了外国贷款，而仅仅在五年

前，他们对外国贷款采取的还是回避态度。梯也尔公债的认购数量是原计划的 14 倍，而道斯贷款是 11 倍。但比倍数规模更为重要的是它与预期之间的联系。罗森伯格称 1854 年和 1855 年的三大法国贷款是有意义的贷款，因为它们超认购的数量分别为 2:1（4.68 亿法郎对原计划的 2.5 亿法郎）、4:1（20.175 亿法郎对 5 亿法郎）和 5:1（36.53 亿法郎对 7.5 亿法郎）。但在奥地利和德国，当 19 世纪 50 年代的投机风潮盛行时，信用银行（Kredit Anstalt）开业的股票销售认购量是原计划的 43 倍，很多人为认购股份通宵达旦地排队；而当 1853 年 5 月布鲁斯维克（Brunswick）银行试图发行 200 万第拉尔股票时，在 3 小时内它就获得了相当于该数量 112 倍的资金。[71]

正如前面所说的，最近主要的外部冲击包括对银行和金融机构监管的放松以及下列革新衍生产品（衍生产品很早就出现了，不过以前规模很小），共同基金和对冲基金，获取财富的新机会（当然也有风险损失），REITs（房地产投资信托），银行将贷款和抵押作为可出售证券出售，私有企业首次公开募股等。

投机对象

在不同的经济繁荣时期和经济危机时期，投机对象也有所不同。在此，我们不可能罗列出一个包罗万象的清单，一一列举何地、何时对何种商品和资产进行了投机。不过，我在附录 B 中提供了典型的投机周期表。在此，一个比较详细，按时间顺序排列的大事记也许更有价值。该大事记表明了投机对象从期初的一些受欢迎商品转变为期末的大范围商品、其他资产和其他工具的变化趋势。

以下只记录了一部分投机事件，但具有一定的启示：

金属硬币：神圣罗马帝国，1618 ~ 1623 年。

郁金香：荷兰东印度公司股票、运河原水项目、豪宅等，1636 ~ 1640 年。

英国政府债券：阿姆斯特丹，1763 年。

一些企业：南海公司、索沃德银行、通用银行、皇家银行，1720年；英国东印度公司，1772年；荷兰东印度公司，1772年，1783年。

进口商品：糖、咖啡，1799年，1857年，汉堡；棉花，英国和法国，1836年，1861年；小麦，1847年。

乡村银行：英格兰，18世纪50年代，1793年，1824年；乡村的房屋和住宅建设地基，1780～1820年。[72]

运河：英国，1793年和19世纪20年代；法国，1823年。

出口商品：1810年，1816年，1836年，英国。

外国债券：1825年，伦敦；1888年，巴黎；1924年，纽约；1931～1982年和20世纪90年代，第三世界辛迪加银行债务。

外国矿山：拉美矿山，英国，1825年；德国矿山，英国和法国，1850年；19世纪80年代澳大利亚和南非金矿。*

外国直接投资：美国企业的外国直接投资，20世纪60年代；外国企业在美国的直接投资，20世纪80年代和90年代。

美国共同基金：投资于日本股票，20世纪80年代；投资于新兴市场经济，1993～1994年。

建筑地基：1825年，法国；1830～1842年，1843～1862年，1853～1877年，1878～1898年以及1898～1933年，芝加哥；[73] 1872～1873年，柏林和维也纳；1888～1900年，澳大利亚；1925年，佛罗里达；20世纪70年代和80年代早期，美国西南部和南加利福尼亚。

农用土地：指法国大革命期间没收的贵族土地，1815～1830年开始投机；第一次世界大战至1921年，以及20世纪70年代美国的农场土地（在9年的时间里上涨了83.3%，然后于1981～1986年期间下跌了39%）。[74]

公用土地：美国，1836年和1857年；阿根廷，1888～

---

* 指1873年对国内矿山的投机热，路德维希·巴伯格这位德国银行家与代理商说道："现在轮到矿山企业了，而我的经历告诉我，这将是连续剧的最后一幕。"（菲里克斯·皮勒尔在其《危机》一书中引用（苏黎世和雷普兹格：马克斯·维拉格，1937年第208页）。

1890年。

铁路股票：1836年和1847年，英国；1847年和1857年，法国；1857年和1873年，美国。

股份合作制银行：德国，19世纪50年代和70年代初。

股份合作制票据贴现所：英国，19世纪60年代。

私人企业上市：1888年，英国；1928年，美国；IPOs，20世纪90年代。

现有企业及合并企业：1920年，英国；1928年，美国；美国的企业集团，20世纪60年代；20世纪60年代末期~80年代，美国的企业合并与兼并浪潮。[75]

铜：1888年，法国；1907年，美国。

外汇：1921~1923年，马克；1924~1926年，法郎；1931年，1964年，英镑；1973年，美元；特别地，1985年2月以前，美元连续5年升值，并在其后的3年中连续贬值；1992~1993年，英镑和里拉[76]。

黄金：从1979年初的一盎司200美元上升到1年后的850美元，再一年后下跌到不足300美元；[77]1982年邦克·亨特的投机。

新兴产业：20世纪20年代和50年代，美国；20世纪90年代，技术股。

房地产：20世纪80年代，建筑地基，可开发土地，房地产投资信托公司（REITS），办公楼，购物中心，饭店，豪华住宅，护理院及老人院等。

衍生产品：商品期权与期货、外汇、标准普尔500股票指数、利率指数。

对冲基金：1994年开始。

现在，有必要将注意力转向一个关键性问题，一个可能难以解决的问题。假定我们已经证明世界上的确存在不稳定的投机，且每个人都被认为是理性的。那么，如果世界受到某一种或另一种大多来自外部世界的“冲击”干扰，个人就有可能判断失误，包括对自己的判断失误和对别人的判断失误。在一定的阶段上，为了使用而进行的投资就会让位于为了利润而进行的买卖。那么，投机怎么可

能导致问题呢?

目前暂时还没有答案，直到我们在第五章中探讨了信贷与货币机制之后才能给出。但这里有一个哲学上的谜，即在“过度贸易”达到足够的数量并导致危机之前，是否必须（或可能）卷入两个或两个以上的投机对象。在此，让我们考察一下一些似乎涉及两个或更多投机对象的情况。

正如我们将在第八章所述的，1720 年的南海泡沫与密西西比泡沫是联系在一起的，此外，这两个支持狂热投机的国家实行了货币扩张，这助燃了两次泡沫的产生。投机始于南海公司股票和英格兰索沃德银行股票，同时也始于密西西比公司股票和法国约翰·罗银行股票，然后迅速蔓延至其他企业、商品和土地，但大多是欺诈性的。由于试图压制竞争性投机，英国的南海公司被拖下马来，并根据 1720 年 6 月的泡沫法案起诉了约克建筑公司、丝绸公司和威尔士铜业公司。结果是自食其果。[78]该阶段投机从一个对象扩散至另一个对象，导致价格普遍上涨，因为具有前瞻眼光的投机者将从南海股票中赚取的利润迅速变换为现金，转向购买银行和保险公司股票，或是乡间别墅的股票。[79]因此，当土地价格开始随南海公司股票价格变动时，这几个市场紧密地联系在了一起。[80]同样，在法国，随着成功的投机者于 1719 年秋开始将利润从密西西比泡沫中抽出，土地价格也开始上涨。[81]

1763 年的繁荣似乎没有特别的投机重点；但此时的繁荣仅仅建立在政府战时开支以及通过票据贴现机构进行融资的基础上。德纽夫维尔兄弟公司（DeNeufville Brothers）出售“商品、船舶和证券，正如许多荷兰企业所做的一样”，[82]它持有几十万荷兰盾的承兑负债，但现金储备很少超过几千盾，该公司的倒闭引发了经济恐慌。这一时期英国的经济不景气在一定程度上也是由 1762 年史无前例的干旱触发的，此次干旱导致了干草短缺，肉类、黄油和奶酪稀缺。[83]但是，逐渐走向危机的投机似乎没有那么集中。

1772 年的危机是由阿姆斯特丹和伦敦市场上对东印度公司股票的投机，以及艾尔（Ayr）银行的崩溃突然引发的。危机涉及大量烦琐的复杂细节，包括政界对东印度公司态度的大转弯，其信贷

受到英格兰银行的限制；新成立的艾尔银行（接收了老银行的不良贷款）在其承兑负债到期时，自作主张地从伦敦借入资金；1772年7月，亚历山大·福迪斯逃亡，他将未到期的东印度公司股票抛出，使其所在企业遭受巨大损失。当那一年秋天股票价格真的下跌时，克利福德（Clifford & Co.）公司，这家牵头组织了一笔辛迪加贷款以试图推动价格上升的荷兰银行破产了。但这些现象仅仅是表面的。正是由于英国对房屋、公路、运河以及其他公共工程的大量投资，才使得资源紧张，从而引起了信贷的过度扩张。[84]同时，一个我无法核查的原因将1770年初咖啡价格的下跌与1772~1773年的金融危机联系了起来，[85]但威尔逊并未提到这一原因，而阿希顿（Ashton）、克莱泛姆或是布伊斯特（Buist）也均未提到这一原因。[86]

1793年，几大因素——乡村银行、运河以及法国的恐怖统治——刺激了资本向英国的最初流入，糟糕的收成也是其中的原因之一。而1799年资本流入英国的原因之一是对法国的严格封锁及封锁的解除。相反，1809~1810年危机的爆发相传有“两大独立原因：对南美投机的反应和对欧洲大陆封锁的放松与加紧”。[87]

1815~1816年属于战后的出口繁荣时期，大量出口产品涌入欧洲和美国，超过了可能的销售量，与此同时，小麦价格下跌。1825年，运河热、南美国家政府债券投资热以及矿山热结合在了一起；同时，英国出口品、棉花、美国的土地出售热潮以及铁路建设热引发了19世纪30年代中期的危机。1847年危机的爆发则起因于铁路建设热、马铃薯病以及欧洲大陆革命后小麦上一年歉收，下一年丰收等因素。

我们可以继续列举许多详细事件以及各次危机的起因，但这不免令人厌烦。在大多数重大危机中，至少存在两个投机对象、两个市场（这一问题将在第八章中讨论）。正如各国的市场是相互联系的一样，投机也很可能是相互联系的，前提是只要具有相应的信贷条件。但如果一次危机产生于互不相干的事物，正如1847年危机那样，产生于铁路和小麦，那么我们就有理由认为危机在本质上是偶然事件，除非货币体系存在弱点，它们才会演变为系统性危机。

投机本性的国别差异

在结束对投机热潮的讨论之前，我们也许会赞同一个国家可能比另一个国家更具投机性的观点。尽管鲁斯·贝尼狄克特（Ruth Benedict）对太阳神阿波罗文化（正常）和酒神狄俄尼索斯的本性（狂热）做出了区分，[88]这一观点仍令人怀疑，相反，以欧洲人的观念来看，性病是邻国的特点，例如"法国病"、"英国病"以及"意大利病"。除了这一点令人难以置信外，历史学家们似乎一致认为16世纪的布拉班特斯（Brabanters）人赌博本性很强，而那些于1576年11月在安特卫普劫掠和1585年的劫掠围攻后，成千上万地转移到联合省的人们将这一本性也带到了那里。[89]在荷兰共和国，银行家、投资者甚至一般的乡村匹夫都具有赌博天性，这与加尔文和路德教派勤俭节约的宗旨相悖。[90]与此同时，可能还有一种观念，认为一个国家的银行机构在另一个国家可能会更具投机性。例如，朱格拉声称，18世纪法国曾经爆发的危机与英国相比，没有那么尖锐和激烈，因为（在约翰·罗事件后）法国对信贷的使用较少，并且没有滥用。[91]另一个不同观点将法国在此的经历归咎于严格的破产法：

既是出于对法律和现存制度的充分了解，也是出于传统原因，法国有着高标准的商业诚信标准。子辈们用数年的辛勤工作来偿还父辈留下的债务，公证人会拿出自己的钱偿还他们中的一员曾经盗用过的公款。他们所做的这一切都是为了保护其职业利益，不存在任何个人契约，这充分体现了其商业诚信标准，而这种标准不可能不对一个民族的繁荣昌盛产生影响。也许令人吃惊的是，养育了战争中勇猛顽强战士的国家应赋予其金融家和商人相应的行为准则，以体现这一民族的保守主义，而这也正是事实。

同一位作者继续写道：

在英格兰这个国家里，冒险和投机是经济危机和经济衰退的最大促进者。[92]

有一位历史学家认为采矿业和羊毛业助长了人们对赌博的偏好，澳大利亚人从1851～1852年发现金矿开始，养成了对赌博的

特殊偏好，这种偏好表现在赛马与土地投机上。[93]

大家一致认为，美国是“商业与金融恐慌的经典乐园”，也许主要是由于其具有野猫般的银行业。[94]这是米切尔·查瓦莱尔（Michel Chevalier）于19世纪30年代做出的评论，他对比了法国人的审慎与美国人的投机（但他也认为后者是运河、铁路、公路、工厂和乡村建设的主要促进人）。[95]他从美国发往法国的第25封信全文都在讨论投机：“全世界都在投机，对每一件事物进行投机。从缅因州到红河河畔（位于阿肯色州），美国已经变成了密西西比泡沫的华尔街”。[96]但从需求方面分析，其他国家也存在类似情况。“法国是审慎而经济的，英国则是企业家和投机者的国家”。[97]“法国并没有显示出具有与苏格兰同样的审慎体系；其神经尤为多疑，对信贷之类的事件十分敏感。”[98]“这个国家（英国）的特点就是对每一件事情都过分地……讲究道德与否”。[99]1866年以后，据说德国人滋长了傲慢情绪，但他们只是在“股票欺诈与投机行为”方面超过了法国人。[100]摩根斯坦（Morgenstern）发现法国曾发生过十次经济恐慌，甚至比美国多出两次，但“考虑到法国政治的不稳定性，这并不令人吃惊”[101]（为了肯定起见，这说明了外部冲击的发生，而并不表示对投机的热爱）。相反，一位法国金融家说道：“法国人热爱金钱，并不是因为它给人们带来了行动的机会，而是因为它可以保证收入”。[102]让我们看看虚构的法国人与英国人的不同观点，它们产生于1931年哈佛与耶鲁的一场争论：

威廉姆·伯蒂尼恩：英格兰是股票热衷者的圣诞树。贵族只要花几英镑就可以买到一个席位，进入任何一家公司的董事会。而公众不是疯子就是傻子。上帝啊，我从未听说过这种人，除非是贝沙拉比亚（Bessarabia）的农民，或是卡默隆斯（Cameroons）的黑鬼，他们才真正相信他们的信仰。只要有任何一种听起来完全不可能的业务，他们就会将之吞咽。[103]

斯图尔特：英格兰是银行家的世界。还从来没有失败过，还从来没有失败过。她遵守了她的诺言，这就是为什么……这些投机——这些投机你在美国股票市场上是找不到的。每一个汤姆、狄克和哈利都试图大赚一笔——就像在法国一样。[104]

确实，这是不同的。各国的投机天性可能都互不相同。例如，人们认为丹麦人较为冷漠，特别是不太可能冒险。对于某一个国家而言，投机的程度在不同的时间里也有所不同，即在该国情绪高昂时期与压抑时期，投机的程度会不同。我们认识到这些可能性，但力图避免将之纳入我们的框架。

注释：

1. 约翰·穆思，“理性预期和价格波动理论”，《经济计量学》第29期（1961年7月号），第313～335页。

2. 梅尔文·里德尔，“芝加哥经济学：永恒与变革”，《经济文献季刊》第20卷第1期（1982年3月刊），第1～38页。里德尔在这篇文章中详细论述了芝加哥学派的理论如何迅速发展，而当芝加哥学派的理论与实践不能统一时，他们声称忽略了一些关键变量而未能适当设定前提条件，因此需要进行更深入的研究。对理论进行修正是最后时刻才采取的措施，因此要尽可能避免这样做。

3. 米尔顿·弗里德曼，“浮动汇率情况分析”，见《经济学论文集》（芝加哥大学出版社，1953年）。

4. 哈利·约翰逊，“不稳定的投机：一般均衡方法”，《政治经济学杂志》第84卷（1976年2月），第101页。

5. 米尔顿·弗里德曼，与金德尔伯格的“讨论”，“固定汇率制度分析：1969年”，《国际调整机制》（波士顿：波士顿联邦储备银行，1979年），第114～115页。

6. 参见费尔南德·布劳迪尔的《日常生活结构》、《文明与资本主义：可能的极限》第1卷，西昂·雷诺兹翻译（纽约：哈泊罗，1981年），第220页、第222页、第228页、第315页、第318页和第335页。

7. H.M. 海德曼，《19世纪的商业危机》（1892年；第2版（1932），重印本，纽约：奥古斯塔斯·M. 凯利，1976年），第96页。

8. 沃尔特·巴杰特，《隆巴德大街：货币市场描述》（1873年；

伦敦编辑重印：约翰·穆瑞，1917年)，第18页。

9. 约翰·克莱泛姆爵士，《英格兰银行：发展历史》(剑桥：剑桥大学出版社，1945年)，第2卷第326页。

10. 亚当·斯密，《国富论》(1776年；重新排版印刷，纽约：现代图书馆，1937年)，第703~704页。

11. 阿尔弗雷德·马歇尔，《货币、信用和商业》(1923年；重新排版印刷，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1965年)，第305页。

12. 越来越多的经济理论家抛弃了原来对市场参与者智力等同、拥有同样的信息、具有独立思考能力这一假定的依赖，引入信息不对称（不同的参与者拥有的知识不同、认识不一致、无意识地压制与一般观点不一致的信息)。从众行为以及耽误良机最终导致不能及时行动等概念。对此感兴趣的人们可参阅乔治·阿克尔罗夫和理查德·第拉尔的著作。相关的研究还有弗里德里克·米什金（Frederic Miskin）的“信息不对称与金融危机：历史分析”一文，收录在格伦·胡伯特主编的《金融市场和金融危机》一书中（芝加哥和伦敦：芝加哥大学出版社，1991年）第69~108页；还可参阅托马斯·卢卡斯（Thomas Lux）的“从众行为、经济泡沫及经济崩溃”，《经济学季刊》第105卷1995年7月号)，第881~896页。

13. 居斯塔夫·勒朋，《群众心理：大众意识研究》(伦敦：T. 费雪，尤温，1922年)。

14. 查理斯·麦凯，《过度幻觉和群体疯狂》(1852年；重新排印，波士顿佩姬出版社，1932年)。

15. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》(伦敦：克莱塞特出版社，1960年)，第161页。

16. 大卫·卡斯和卡尔·谢尔，“太阳黑子有重大影响吗?”，《政治经济学杂志》，第91卷第2期（1983年4月)，第193~227页。

17. 艾夫因·费雪，《货币的购买力：其决定变量和信用、利息和危机的关系》第2版（纽约：麦克米兰出版社，1911年)，特别是第二章，讨论了危机。

18. 亨利塔·拉尔森，《杰·库克，私人银行家》(马萨诸塞州剑桥：哈佛大学出版社，1934年)。

19. 约翰·伯利·麦克非林，《卡德维尔和公司：一个南部金融王国》（查佩尔·希尔：北卡罗莱纳大学出版社，1939 年；南希维尔重排再印：瓦德布里特出版社，1969 年）。

20. 彼得·特敏，《是货币因素引起的大衰退吗?》（纽约：W.W. 诺顿，1976 年），第 90～93 页。

21. 琼·爱德尔曼·斯贝罗，《富兰克林国民银行的倒闭：国际银行体系面临的挑战》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1980 年）。

22. 巴杰特，《隆巴德大街》，第 131～132 页。

23. 乔治·范弗莱克，《1857 年的经济恐慌：分析性研究》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1953 年），第 31 页。

24. R.C.O. 马休斯，《贸易周期历史研究：英国的经济波动，1832～1842 年》（剑桥：剑桥大学出版社，1954 年），第 49 页、第 110～111 页；以及 M.C. 里德，《英国的铁路投资：资本市场发展研究》（伦敦：牛津大学出版社，1976 年）。

25. 马克斯·沃思（Marx Wirth），《金融危机》第 4 版（1980 年；重印，纽约：伯尔特·富兰克林，1968 年），第 480 页。

26. 伊尔斯·明兹，《美国债券质量的恶化，1920～1930 年》（纽约：国家经济研究局，1951 年）。

27. 本杰明·斯坦（Benjamin Stein），"洛杉矶泡沫破灭的日子"，《纽约时报》，1984 年 12 月 8 日。

28. "对于投资者来说，狂热已经过去：一旦过热，没有投机者市场也会继续"，《波士顿全球杂志》，1988 年 2 月 14 日。

29. 霍默尔·哈伊特（Homer Hoyt），《芝加哥土地价值 100 年》（芝加哥：芝加哥大学出版社，1933 年），第 136 页。

30. 约翰逊，《不稳定的投机》，第 101 页。

31. 拉利·蒂默尔，"1869 年的黄金危机：浮动汇率制度下的稳定性或不稳定性投机"，《经济史探讨》第 12 卷（1975 年），第 105～122 页。

32. 克里斯蒂娜·斯塔德，《万国之家》（纽约：诺普夫，1938 年）。

33. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 131 页、第 199 页。

34. 前引文献，第 120 页。

35. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 卷第 20 页。

36. 威廉姆·斯马特，《19 世纪的经济分析》（1911 年；重印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1964 年），第 2 卷第 292 页。

37. 马休斯，《贸易周期史》，第 25 页。

38. D. 莫瑞尔·埃文斯（D. Morier Evans），《商业危机史，1857～1858 年，以及 1859 年的股票交易恐慌》（1859；重印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1969 年），第 102 页。

39. 马克斯·沃思，“1890 年危机”，《政治经济学杂志》，第 1 卷，1893 年 3 月，第 230 页。

40. P.L. 考特雷尔（P.L.Cottrell），《产业金融：1830～1914 年：英格兰制造业的财务与组织》（伦敦：梅森，1980 年），第 169 页。考特雷尔注意到吉尼斯企业创办时筹资 600 万英镑，该次筹资活动由巴林银行负责，多次超认购。

41. A.C. 庇古（A.C.Pigou），《英国经济史各方面，1918～1925 年》（伦敦：麦克米兰出版社，1948 年）。

42. J.S. 米尔（J.S.Mill），《政治经济原则，它们在社会哲学中的运用》（1848 年第 7 版，伦敦：朗曼斯，格林，1929 年），第 709 页。

43. 毛里斯·拉维—拉伯耶（Maurice Lévy－Leboyer），《19 世纪欧洲银行的工业化和国际化》（巴黎：法兰西大学出版社，1964 年），第 715 页。

44. 查理斯·威尔逊，《18 世纪英国和荷兰的商业和金融》（剑桥：剑桥大学出版社，1941 年），第 25 页。而自 17 世纪初以来的情况，参阅 J.G. 范狄伦在《主要公共银行史》中的“阿姆斯特丹银行”（海牙：马丁内斯·尼吉霍夫，1907 年），第 39 页。

45. 关于 1822 年和 1824 年的情况，参阅斯马特《经济分析》第 2 卷第 82 页和第 215 页。1888 年的情况则参见 W. 杰特·劳克的《1893 年经济恐慌的原因》（波士顿：胡通·米夫林，1907 年），第 39 页。

46. A. 安德雷斯，《英格兰银行史》（伦敦：P.S. 金，1909

年)，第404~405页以及249页。

47. O. M. W. 斯普拉格，《国家银行体制下的危机史》(1910年；重印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1968年)，第35~36页。

48. 大不列颠，《议会文件(货币政策、商业困境)》，"选举委员会就银行法的实施和近期商业危机原因的报告，1857~1859年"(爱尔兰大学出版社，1969年)，第4卷；汉堡领事馆报告，第7期，1858年1月27日，第348页。

49. 该声明在唐纳德·杜恩(Donald H. Dunn)编撰的著作《庞兹，波士顿骗子》(纽约：麦克格罗—希尔，1975年)中以斜体字出现，见此书第98页。

50.《沃尔特·巴杰特论文集》，诺曼·圣约翰—斯特维斯(Norman St. John - Stevas)编辑(伦敦《经济学家》，1978年)，第11卷，第339页。

51. 沃思，《金融危机》，第109页。

52. 沃思，"1890年的经济危机"，第222~224页；阿尔弗雷德·波士，《货币机构》(巴黎：法兰西大学出版社，1942年)第二卷第215页。劳克假定救助成本来自主要银行2,500万法郎，法兰西银行1亿法郎，参见《1893年经济恐慌的原因》，第57页。

53. 罗纳德·麦金农，《经济发展中的货币与资本》(华盛顿特区：布鲁金斯学院，1973年)。

54. 卡洛斯·F. 迪亚兹—阿里让德罗(Carlos F. Diaz - Alejandro)，"金融危机再见，金融崩溃你好"，《发展研究杂志》第18卷，第1期(1985年9~10月号)，第1~24页。

55. 罗纳德·麦金农和唐纳德·马斯尔森(Donald Mathieson)，"如何管理被压制的经济?"《国际金融论文》第145期(普林斯顿：普林斯顿大学国际金融部，1981年)。

56. 沃思，《金融危机》，第519页。同样的事件可以在澳大利亚墨尔本庆祝欧洲建立100周年的一个大展上看到，这次展览曾短暂地刺激了墨尔本经济。参见杰弗里·西尔的《向富裕冲刺：维多利亚殖民地史》(墨尔本：墨尔本大学出版社，1971年)，第285~287页。

57.J.W.贝延（J.W.Beyen），《旋涡中的货币》（纽约：麦克米兰出版社，1949年），第45页。

58. 对此的全文引述来自杰拉尔德·梅恩斯（Gerald Malynes）于1686年写下的文章，被沃尔莱特·巴伯（Violet Barbour）在其《17世纪阿姆斯特丹的资本主义》（安亚伯：密歇根大学出版社，1963年）一书第74页中引用。

59. 威廉姆·斯科特（William Scott），《1720年以前英格兰、苏格兰和爱尔兰股份合作制公司章程和融资》，共3卷（伦敦，1922年）。正如熊彼得在其《经济周期》（纽约：麦克格罗—希尔，1939年）一书第1卷第250页总结的一样。

60. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第139页。

61. 汉斯·罗森伯格，《1857～1859年的经济危机》（斯图加特—柏林：W.科尔哈默尔，1934年），第114页。

62. 大卫·迪万尼（David Divine），《无能的起诉：英维格登兵变》（伦敦：麦克唐纳，1970年）。

63.C.P.金德尔伯格，“1619～1623年的经济危机”，《经济史季刊》，第51卷第1期（1991年3月），第149～175页。

64. 沃思，《金融危机》，第92页。

65. 前引文献，第458页。

66. 伯特兰德·吉利（Bertrand Gille），《1815～1848年的信用银行》（巴黎，法兰西大学出版社，1959年），第175页。

67. 列维—列伯耶，《欧洲的银行》，第673页。

68. 吉利，《信用银行》，第304页。

69. 巴尔扎克，《塞萨·皮罗多》，（巴黎：简装书出版社，1972年），尤其是第13～14页。

70. 勒半德·H.金克斯（Leland H.Jenks），《1875年以前英国资本流动》（纽约：克诺普夫，1927年），第34页。

71. 罗森伯格，《金融危机》，第50页、第100页和第101页。同时参见斯图尔特·卫斯曼的《需要与贪婪：美洲历史上最大的庞兹骗局的故事》（Syracuse：Syracuse大学出版社，1999年）。

72. 大卫·卡内丁，《Aristocracy方面：Grandeur和现代不列颠

的衰落》(纽黑文:耶鲁大学出版社,1994年)第12页,书中认为1780年和1800年期间大量收购乡村房屋住宅基地是“令人恐怖的投机狂潮”。

73. 哈伊特,《芝加哥土地价值100年》。

74. 彼得·林德特(Peter Lindert),“美国农用土地价值的长期变动趋势”(达沃斯,加利福尼亚大学农业史研究中心工作报告第45期,1988年2月号),第7页。

75. 莱恩·布朗(Lynn Browne)和艾利克·罗森格伦(Eric Rosengren)编辑的《兼并浪潮:1987年10月大会论文集》(波士顿:波士顿联邦储备银行,1988年)。

76. 杰斐利·弗兰克尔(Jeffrey Frankel)和肯尼思·弗鲁特(Kenneth Froot),“作为非理性泡沫的美元:原教旨主义与宪章运动”,《马库斯·沃伦伯格国际金融论文集》,第1卷第1期(1896年):第27~55页;彼得·N.加伯,“成为泡沫的美元”,斯特凡·格拉赫(Stefan Gerlach)和彼得·佩利(Peter Petri)主编的《美元周期经济学》(剑桥:麻省理工学院出版社,1989年),第129~147页。

77. 见斯蒂芬·普拉特,“黄金和白银之后:对投机泡沫的认真思考”,克利夫兰联邦储备银行研究部,《经济评论》1980年5月5日。

78. 卡斯维尔,《南海泡沫》,第171页。

79. 前引文献,第140页、第155页。

80. 前引文献,第159页。

81. 盖伊·乔思兰德—诺加里特(Guy Chaussinand - Nogaret),《18世纪的金融家阿巴黎:S.E.V.P.E.N,1970年)第146页。作者认为金融家必须比约翰·罗还要现实,刺激投机,但使其保持在远离投机热的距离之外,当他们认为最有利的时刻到来时,他们将转换货币,从而毁灭了金融体系。前引文献,第129页。

82. 克莱泛姆,《英格兰银行》,第2卷,第239页。

83. T.S.阿希顿,《英格兰的经济波动:1700~1800年》(牛津大学出版社,克莱伦顿出版社,1959年),第151页。

84. 前引文献，第 127 页。

85. 参见约翰内斯·范德沃尔特（Johannes van der Voort）的评论，《1720～1795 年的西部种植业》（艾丁霍温：德魏特，1973 年），《经济史杂志》36 期（1976 年 6 月），第 519 页。

86. 威尔逊，《英国—荷兰的商业》，第 169～187 页；阿希顿，《经济波动》，第 127～129 页；克莱泛姆，《英格兰银行》，第 1 卷，第 242～249 页；马丁·布伊斯特，《1770～1815：商人银行家和工作中的外交家》（海牙：马丁内斯·尼霍夫，1974 年），第 21 页。

87. 阿瑟·盖伊，W.W. 罗斯托和安娜·斯沃茨，《英国经济增长与波动：1790～1850》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1953 年），第 1 卷，第 92 页。

88. 鲁思·本尼狄克特，《文化之模式》（波士顿：休顿·米夫林，1934 年）。

89. 见赫尔曼·范德维（Herman van der Wee），《阿姆斯特丹市场的增长与欧洲经济》（海牙：马丁内斯·尼霍夫，1963 年），第 2 卷，第 202 页；西蒙·查马（Simon Schama），《富裕之尴尬：对黄金时代尼德兰文化的解释》（伯克利：加州大学出版社，1988 年），第 347～350 页；恩斯特·巴萨其（Ernest Baasch），《荷兰金融业时杰那：古斯塔夫·费雪，1927 年》，第 240 页，引用了布世的话。

90. 查马，《富裕之尴尬》第 503 页、第 505 页。

91. 克莱蒙特·朱格拉（Clement Juglar），《法兰西经济危机》第 2 版（1889 年；重排再印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1967 年）。

92. 西奥斯多尔·E. 伯顿（Theodore E.Burton），《金融危机和工业及商业衰退时期》（纽约：D. 艾普莱顿，1902 年），第 39～41 页。

93. 澳大利亚的土地实际价格从 1870 年的 100 上升至 1895 年的 450，1900 年以前又下跌至近 360，到 1905 年又再度暴涨至 600。参见加尔文·奥莱克和杰弗里·威廉姆森的《全球化与历史》（剑桥：麻省理工学院出版社，1999 年），图 3.1。

94. 弗朗西斯·赫斯特（Francis Hirst），《六次经济恐慌及其他论文》（伦敦：默休，1913 年），第 2 页。

95. 米切尔·查瓦莱尔，《致美洲爵士的书信集》，第 3 版（布鲁塞尔：文献出版社，1838 年），第 1 卷，第 261 ~ 262 页。

96. 前引文献，第 2 卷，第 151 页。

97. 安德雷斯，《英格兰银行》，第 404 页。

98. 路易斯·沃洛斯基（Louis Wolowski），在财政部听证会上的发言，《货币发行及代理基本原则》（巴黎：帝国出版社，1867 年》，第 2 卷，第 398 页。

99. 威尔逊，《英国—荷兰的商业》，第 77 页，引自依萨克·德·平托的《行动》（18 世纪）。

100. 弗里茨·斯坦，《黄金和钢铁：俾斯麦、布莱施罗德和德意志帝国的建立》（伦敦：阿兰和尤温，1977 年）第 500 页，引自 1872 年的康斯坦丁·弗兰兹。

101. 奥斯卡·摩根斯坦，《国际金融交易和经济周期》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1959 年），第 550 页。

102. 罗伯特·比苟（Robert Bigo），《19 世纪的法国银行》（巴黎：谢利，1947 年），第 262 页。

103. 斯塔德，《万国之家》，第 233 页。

104. 前引文献，第 244 页。

第四章 火上浇油：货币扩张

投机过热一般都是在货币和信贷扩张的助长下加速发展的，有时，很可能就是由于货币和信贷的扩张才促成了投机狂潮。我们可以回过头去考察那些紧随其后爆发经济崩溃与恐慌的投机过热，以了解是什么地方出了问题。郁金香热是由私人信贷的扩张滋长的，它是许多商品投机狂潮中很小的一部分。[1]约翰·罗的通用银行(Banque Générale)，也就是后来的皇家银行，就是当时通过发放私人信贷推动郁金香投机的主要力量；而在南海公司的投机热中，发挥着主要作用的是索沃德银行。1763 年，荷兰经济扩张，其中的资金和信贷来源是通融汇票；而 1793 年不列颠运河热中，英国的乡村银行数量猛增。1825 年，英国经济过热，又是乡村银行发挥了很大作用。1826 年和 1833 年《银行法》颁布后，英国的股份合作制银行纷纷成立。另外，据称，同一时期美国的货币扩张更多地是由于美国、中国和英国三角贸易中白银汇票被取代，而并非完全由美国第二国民银行的操作导致。在此之前，美国商人从墨西哥购进白银，并将之运至中国，中国再将之送至英国，这样，美国从中国的净进口和中国从英格兰的净进口就都得到了偿付。19 世纪 30 年代，美国商人改变了做法，他们向东方寄去英镑账单，以此支付商品货款，释放出的大量白银增大了货币存量，引起了美国的通货膨胀。[2]

19 世纪 50 年代，全球的经济繁荣建立在发现黄金的基础之上，建立在英国、法国、德国和美国大量新建银行的基础之上，也建立在纽约清算所的成立和已有的伦敦清算所扩张的基础之上。此外，由于未能限制存款以及货币扩张，1844 年的《银行法》失去了作用。1866 年，英国面临着贴现市场如何通过股份合作制贴现所来扩展业务的问题。而中欧的繁荣则是建立在以黄金支付法兰

西——普鲁士战争赔款，以及德国大量新建经纪人银行的基础上(这种银行后来扩展至奥地利)，还建立在奥地利建设银行的基础上，该种建设银行随后一路发展至德国。

1882年，由于建立了股票交易两周清算一次的制度，信贷和货币得以扩张；为投机者提供了信贷，正如纽约的短期拆借市场助长了1929年的股票市场繁荣一样。[3]而1893年美国货币扩张的催化剂是银币的铸造；1907年则是信托公司的业务扩展。在第一次世界大战的前后几年中，由于实行了金本位制，国际信贷的范围扩大。20世纪20年代，分期付款的消费信贷迅速发展。第二次世界大战之后，又出现了新的信贷产品，如可转让大额存单（CDs)、欧洲货币市场，以及更为人所知的相对于银行资产管理的“负债管理”等[4]（实际上，与可转让大额定期存单极为相似的是奥地利银行在19世纪70年代发行的所谓的现金存单，银行对本金计息，并允许在同一储备基础上进一步扩张)[5]。

银行“信贷”扩张可以说是在1977年至1982年期间达到最高峰，当时，股票和房地产在科威特索克艾尔马拉克（Souk al-Manakh）股票交易所被人们买了又卖，交易所用的支票均注明日期，金额高达数十亿第拉尔。这类支票不要求出票人拥有银行存款余额；但收款人却希望在支票到期时出票人的账户上能够有一定的资金。1982年7月，有的股票和房地产卖方在支票到期时试图取款，结果发现买方的银行账户上根本无钱可取。总的来看，科威特在创纪录的经济繁荣和衰退阶段中积累起来的，根本没有价值的支票最初估计高达700亿美元，后来更是达到910亿美元。为了拯救“小投资者”（即680万美元以下的投资者），当局采取了多项营救措施，同时允许较大的投资者破产。科威特政府最后决定建立一家新的股票交易所重新规范股票市场交易。[6]

当集中研究此类事件时会发现，我们手中掌握的并不仅仅是一系列随机的意外事件。当然，每一事件的形式可能是随机的——如以商业承兑汇票取代白银向中国支付货款，或是1844年《银行法》颁布后，银行存款的发展势头令货币学派限制货币供应量的意图受挫等——但其连续的过程却不是。货币扩张是系统性的、内在的，

而非随机的和外在的。

事实是一段时期以来，在实际生活中作为支付手段的货币持续扩张，而现有的货币在经济繁荣时期得到了更为有效的使用，其目的是为了经济扩张，包括投机融资。尽管银行当局努力控制和限制货币供应量，这一切仍然发生了。在此，银行当局控制和限制货币供应量的努力已经历了很长一段历史，包括在战后恢复贵金属支付方式和贵金属的可兑换性（直到 1973 年开始实施浮动汇率制度）。其后，一般的金属币被更贵重的金属币取代——铜被白银取代，而白银又被黄金取代。在这一过程中，中央银行再次试图获得纸币发行的垄断权，限制并最终消除私人银行、乡村银行和股份合作（公司）银行发行货币的权利。历史上，各国曾制定了一系列立法和惯例，以限制在一级储备基础上发行存款货币的数量，在 1844 年《银行法》颁布后很短的一段时间内，联储继续实行最低存款准备金制度，不仅针对活期和定期存款（正如 1913 年最初的《联邦储备法案》所体现的），而且最终也适用于大额存单和美国银行从欧洲货币市场借入的借款。这一过程是艰苦而漫长的，极易受到税收的影响。在税制改革过程中，律师们千方百计地找出税收上的制度漏洞，教会人们逃税避税，之后国会和国内税收服务局将会设法填补这些漏洞，而最后专攻税法的律师们又有办法描画出新的税收制度。

货币学派与银行学派

货币理论史中，货币学派和银行学派之间发生过一场持久而激烈的论战，并且双方还各自得名于这场始于 1810 年的，就黄金报告（Bullion Report）进行的辩论。今天“货币主义者”的诞生大致可以追溯到当时的货币学派，如果以较松的标准来衡量，当时的银行学派也依稀就是现代的凯恩斯主义。19 世纪 90 年代，美国在意识形态和经济分析方面多多少少也存在着同样的分歧，因而存在着硬通货学派与人民党两大派别。在多数经济学家的眼中，1810 年的货币学派在学术上明显地胜过了其反对派。但目前来看，这不免

过于简单。应该说两大学派是辩证统一的。它们至少在 17 世纪以来，甚至更早之前就共同存在，其矛盾也延续至今。

两派的差别，有时甚至是冲突在于：一派试图限制货币供应量（货币学派），另一派则希望或实际扩大货币供应量（银行学派），这一冲突的产生至少可以追溯到学术界对此产生兴趣之前的 100 年，或者是这两大学派意识到彼此相互对立之前的 200 年。当时，有的机构提出规定一定的货币供应量水平效率可能更高。而另一些人或机构则主张扩大货币供应量。例如，成立于 1609 年的阿姆斯特丹银行是一家存款银行。它根据其金属币存款来发行纸币，但一直没有从事信贷业务，直到下一个世纪（17 世纪）受人误导，在第四次英荷战争中救助了荷兰东印度公司，才给自己带来了致命的影响。1614 年，阿姆斯特丹市政府设立了阿姆斯特丹贷款银行（Huys van Leening），但这家银行相对来说不太活跃，也不太重要。阿姆斯特丹银行不仅仅是一家存款银行，同时它也是一家从事汇票业务的银行，在这里可以支付汇票（Wissel 是荷兰语，Wechsel 是德语）。商人们必须在该银行存款，才能满足汇票的提现要求。由于持有大量贵金属存款，阿姆斯特丹银行通过铸币赚取了高额的铸币税，因此，其存款利率很低。该银行不发放贷款，而阿姆斯特丹贷款银行也只发放很少的贷款，但两家银行帮助商人们有效地建立了自己的贷款机制。[7]正是这种商人贷款在汇票业务方面过度扩张，当汇票链断裂时，才导致了德纽夫维尔公司于 1763 年倒闭。

建立于 1668 年的瑞典瑞克斯银行（Riksbank）给 1844 年英国的《银行法》投上了阴影。这家银行有两个部门，它仿效阿姆斯特丹银行的模式成立了存款银行，同时仿效贷款银行成立了一家与它同名的银行。[8]而英格兰银行于 1844 年成立了发行部，根据硬币或金块来发行银行纸币，超过信用发行量的特定部分则代表政府债务，银行部主要发放贷款，并对数量是它的几倍、存在发行部的纸币储备的商业票据进行贴现。这一体系是对货币学派和银行学派的折中。发行部的成立是货币学派的胜利，该学派曾经批评英格兰银行在 1797 年停止实行金本位制度期间的贷款审批和银行纸币发行（而英格兰银行认为发放贷款为贸易融资并未导致通货膨胀上升，

并以此为自己辩护，李嘉图和货币学派对此进行了严厉的抨击)。银行部则意味着银行学派获得了有限的胜利，也意味着那些同意在经济复苏初期，至少为了启动最初的经济上升势头，有必要发放信贷的人取得了有限的胜利。

如果银行学派关于有必要进行信贷扩张，以启动经济扩张的观点是正确的，那么，货币学派所指出的在此之后，以现行商业机会为基础进行的信贷创造将导致灾难无疑也是正确的。"实际需求"教义主张，贴现应以满足实际商业交易需求的承兑汇票为限，以防止期票泛滥。商业行为越多，贴现数量越大，通货膨胀也越高。货币学派认识到了对此进行限制的必要性。我们将两大学派间关于在经济危机期间，放贷究竟是否有用这一个令人相当混乱的问题留待以后探讨。目前的问题是，一旦启动了信贷扩张，那么是不是有可能规定一个时点命令信贷停止扩张，并且，如果能，那么它是不是可以自动完成?

货币学派对此的回答为是，正如今天的货币主义者希望能够有一个简单的法则将货币供应量增长率固定在2%、4%或5%的水平上一样，它们也希望有一个简单的法则。[9]维纳（Viner）对19世纪这场争论的描述是简明扼要的：

货币学派也试图尽量淡化或否认银行信贷是除纸币外影响价格的重要因素，正如托伦斯（Torrens）声称，存款的波动与纸币发行的波动密切相关一样。他们同样也渴望建立一种简单的自动法则，但却未能找到一个适用于银行一般信贷操作的法则。同时，对于并非绝对必要的情况下对银行体系实行立法控制这一点，他们与自由主义者一样，持反对态度。[10]

这里的问题在于"货币"是一种难以捉摸的东西，在实际经济中很难将之钉住并固定在一定的数量上。我在很多事情上都很喜欢引用沃尔特·巴杰特曾说过的话，但却不喜欢他对货币主义的评论："英格兰的商人们并不喜欢……有关货币的问题。他们对准确定义货币是什么东西茫然不解；他们知道怎样计数，但不知道应对什么东西计数"。[11]

按照历史的一般性，可以这样说，只要当局稳定或控制一定数

量的货币 M，不管是控制货币的绝对量，还是根据既定趋势控制货币供应量，都会导致经济更加过热。或者，如果货币的定义以特定流动资产的形式被固定下来，并且经济过热将会以该定义之外新的方式将信贷“货币化”，那么，以旧的方式定义的货币就不会增长，但其流通速度会加快（流通速度是指以总支出或国民收入——哪一个都行——除以货币供应量）。现代货币主义者很难确定各层次的货币供应量，即是否应将 M1 定义为流通中货币 + 活期存款；将 M2 定义为 M1 + 定期存款；M3 为 M2 + 流动性较高的政府证券；或是其他方式。我曾被告知有的分析家甚至已将货币供应量划分至 M7。在此，我希望告诉大家这一过程是无止境的：固定任何一个层次的货币供应量 Mi，市场都将在经济繁荣时期创造新形式的货币以绕过限制，从而迫使当局有必要固定一个新的货币供应量 Mj。

英国的拉德克利夫（Radcliffe）委员会于 1959 年声称在发达经济中，存在着“大量的各类金融机构”，“有着许多流动性较强的资产，它们近似于货币，便于持有，只是在真正需要支付的时候才有所不足”。该委员会没有使用货币流通速度的概念，因为它“没有找到任何理由认为应对货币的流通速度有所限制，货币史上也没有任何经历表明了这一点”。[12]令该委员会最感兴趣的一点是，有人建议以对各类金融机构进行复杂的控制来取代对货币供应量的传统控制方法：

这样的做法不会受到欢迎，除非是作为最后不得已的手段，主要不是因为它所带来的行政负担，而是由于新金融机构的进一步发展将使得情况在当局的控制之下继续恶化。[13]

争论“货币”中应包含什么项目是无用的，因为经济学家们在远远长于一个世纪的时间里已经做了这样的尝试：

在一般情况下，银行通货是指流通中的银行钞票——“纸币”。但有时有的作者在未包括贷款和存款的情况下也将支票与本票包括在内（原文为意大利文）。[14]

约翰·斯图尔特·穆勒这样写道：

一个人在任何时候的购买力都不是以其口袋里实际有多少钱来

衡量的，实际上我们是指他所持有的金属币数量，包括银行纸币。首先，这包括他所拥有的金钱；其次，包括他在银行的存款，以及所有其他人欠他的资金；第三，包括他正持有的信贷数量。[15]

曾有人做过勇敢的尝试，即通过采用经济中所有合约中的信贷与债务来定义货币数量，希望改进这一概念。[16]这当然不能精确定义货币概念，但至少在会计方面可以明确地把账记在哪一个信贷项目上，但这样只能使事情越来越复杂。理论上，人们希望从穆勒那里知道在某一个时点上，居民、企业或政府可以掌握什么样的信贷，不过这一点将随各种情况的不同产生很大的变化。

如果将购买力从个人延伸到国家，就会产生一些问题，因为向某一个人发放的信贷也许是从向其他人发放的信贷中扣减出来的，也许不是，这一方面取决于银行机构，另一方面取决于经济是否过热。对于信贷，小说家们可能会说：

美丽的信贷！现代社会的基石。谁说这不是相互信赖的年代，不是可以无限依赖人类诺言的时代？这将是现代社会赖以生存的前提条件：整个国家都能迅速熟悉报纸所登载的，描述土地与矿井投机者轶闻的含义："两年前，我不值一文，而现在我欠了两百万美元。"[17]

继续回顾使信贷货币化的货币替代物的发展历程，来证明历史的一般性无疑是令人厌烦的。在一长串名单中，我们只研究汇票、短期拆借资金和金兑换本位。但分析同样也适用于银行纸币、银行存款、清算所、专业银行、信托公司、可转让大额定期存单、欧洲货币市场、分期付款信贷、信用卡以及可转让支付命令（NOW）账户等。

债务质量[18]

我很快就将回到对资产（包括货币）的讨论上，但首先让我简短地探讨一下债务问题。明斯基发明了一种公司债务的分类方法，许多人，包括我在内都感到不能完全接受。他将债务分为（1）"保值的融资"，采取这种融资方式的公司以较为可信的现金流借入资

金；（2）“投机性融资”，所借资金很难有有形收入作为保证，企业不得不依靠借新债还旧债，或是展期；（3）“庞兹融资”，只有当企业成功地以升值价格出售了某一资产时，债务才会得到偿还。[19]但不管所谓的“投机性融资”和“庞兹融资”的定义多么狭窄，它们都暗示了公司行为的可疑性，特别是“庞兹融资”，当其定义可以适用于普通的建设性贷款时，它意味着营私舞弊与欺诈。[20]可以肯定的是，明斯基在判断一个金融结构脆弱性时强调债务的质量是正确的。为从事高风险活动而构筑的债务大厦往往都是不稳固的。资产方和负债方都能够并且应该能够判断债务的质量与数量。前几章建立的模型强调，在经济过热阶段，即使货币数量以某一适当的有限速度增长，债务质量仍会恶化。

有一种特别债务，其名称就多多少少表明了它可疑的质量：“垃圾债券”，也就是说以债务股权比率或债务现金比率来衡量，该债券低于可投资级，发行的主要目的是杠杆买断。1988年，里维科（Revco D.S.）公司的连锁药店濒临破产，原因是难以支付其1987年为了买断该企业而借入的13亿美元贷款的利息。[21]在一本卡桑德拉风格的书中，亨利·考夫曼（Henry Kaufman）指出各类债务的上升——包括消费债务、政府债务、抵押债务和企业债务，以及垃圾债务，清楚地表明了当债务数量增加时，其质量往往下降。[22]菲里克斯·罗海琴（Felix Rohatyn）将美国称做“垃圾债务的赌场”。仅仅将重点集中于研究货币数量，并以此假定货币数量是可以定义的，这种做法是愚蠢的。

汇票

银行钞票代表根据需求支付的义务，而汇票是由商品出售者向购买者开具的、表明其享有获得将来支付的货款的权利的凭证，它

们两者的发展一开始则是由硬币供给缺乏弹性而导致的。* 过去，汇票往往被拿到银行贴现，转换为银行钞票或硬币（19世纪以前，并不转化为存款）。它们常常被直接用于支付。取款者将汇票传递下去，收票人也可以将之继续下传。“现在汇票就是金钱。”阿希顿曾说道，即使有的汇票开具者的信贷较为可疑，它们仍得以流通。[23]19世纪上半期，有的汇票面额仅为10英镑，但经手人却达到50人或60人。在此，支付习惯也各不相同。在兰卡郡，人们不喜欢银行纸币，因此，那里在19世纪前后的货币供应由硬币和汇票组成。[24]1852年至1857年，英格兰银行发行的流通纸币下降了900万英镑，而这时却正是经济扩张时期。伦敦5家银行的存款从1,770万英镑上升至4,000万英镑。根据纽马奇（Newmarch）的估计，同一时期流通中汇票的平均数量却从6,600万英镑上升到了2亿英镑。[25]每次到货时，汇票并不一定会被提取来支付交易数量。1763年在瑞典，卡洛斯和克莱斯·格尼尔（Claes Grill）公司向伦敦林德格伦公司（Lindegren）开具的汇票没有写明货物由哪一只船舶运输，但汇票交易却在极短的时间里不断进行，在企业需要资金时，该汇票会被提现，往往是用于向债权人汇款。[26]这应被视做是通融汇票的一种演变，演变后，企业或个人信贷逐步从特定交易中分离出来。最后，通融汇票也就相当于I.O.U或期票。回顾债务评估最早的实践，像哥伦比亚大学H.帕克·威利斯（H.Parker Willis）及其老师，芝加哥的J.劳伦斯·劳夫林（J.Laurence Laughlin）这样实际教义的支持者，都坚决反对“通融汇票”，并

---

* 爱尔弗雷德·马歇尔注意到，早在他开始研究经济学的2,000年前，中国就已开始使用纸币，并且在1,000年前给汇票确切地取名为飞票。参见附录E，《货币、信用与商业》（1923年；重印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1965年），第305页，“对银行业发展，尤其是英格兰所经历的银行业发展的说明”。在欧洲，汇票是由意大利商人为平衡账目而发展起来的。交易最后的净债务人开具汇票。之所以需要这种“私人的钱”是因为当时没有足够的硬币（各省自己发行的货币）来平衡账目。参见玛丽—特雷莎·博耶尔—夏伯，吉斯兰·德雷普莱斯和卢欣·吉莱德的《私人货币与公共货币：16世纪的挑战》，译自法语版（阿蒙克：纽约夏普出版社，1984年）。

认为以贸易为基础的商业票据都应自行清偿。* 但人们夸大了在价格下跌时期，卖方用买方开具的“有效”票据提款的功绩。买方也许很难从再次出售该商品中获利，因而难以履行其义务。[27]在此，人们最感兴趣的是债务占债务人财富的比率。

正如富兰克林所说：

信用票据在商业交易中十分方便，因为它们对于大额支付比较方便，运费较低，所需空间较小，因此在旅行或储存时较为安全，并且，出于许多其他原因，它们也更为宝贵。银行是所有绅士、商人和伟大的贸易商的现金柜台……这就赋予了票据以信用；以至于在英格兰，它们从来就比货币宝贵，而在威尼斯和阿姆斯特丹，情况一般也是这样。[28]

关于在英格兰，票据“从来就比货币更宝贵”的说法在一定程度上过于乐观，这也正是我们将看到的，但当票据与货币一样好时，它们的效率十分高。19 世纪上半期，理论界对汇票究竟是不是“货币”，是不是“支付手段”，是不是“购买力”进行了持久的争论，但货币学派的所有成员都同意只需要对银行纸币进行控制，而汇票和银行存款均不需控制。[29]

当以票据对债务人财富的比例来表示的债务率失控时，将产生一系列问题，这可能发生于经济过热时期。开具票据的连锁性显然是传染的。正如亚当·斯密所说，作为正常的商业实践，这一做法很容易过度。[30]A 对 B 开具票据，B 对 C 开具，C 又对 D 开具，这

---

* 关于这种看法，早期的一个例子是詹姆斯·吉本斯（James Gibbons）在其《纽约的银行，经纪人、清算所和 1857 年恐慌》（纽约：D. 艾普里顿，1859 年）一书第 50 页对 19 世纪 50 年代一家纽约银行董事会的讨论。当时，某位董事为布莱克先生申请的一笔贷款进行辩护，后者希望以 6 万美元的价格在第五大街修建一座新的住房，同时为该房屋家具花费 4 万美元，该董事提议将此人在该银行的按揭额度扩展至全额按揭。但另一位董事表示反对：

主席先生，我认为我们董事会无权对任何对象提供按揭，但到期支付的真正的商业票据除外。在此最重要的一点是如果出票人倒闭或死亡，背书人必须对该票据负责。难道你没有看到我们正在为这张票据提供按揭来支付布莱克先生的房屋和家具，仅仅是为了他自己的享受？先生，这根本不是商业票据！从真正的意义上来说，它是通融汇票。

吉本斯的书中分章论述了一家银行的各项职能，它只是马丁·梅耶（Martin Meyer）的《银行家》（纽约：白兰厅丛书，1974 年）一书的 19 世纪翻版。

样不断继续；所有这些票据都增加了可用信贷的数量。霍特里（Hawtrey）认为，通融汇票或汇票的缺点是“当人们不能从投资市场上获取真正的长期储蓄的必要供给时，它们被用于固定资本建设”。他指出，尤其是在 1866 年的伦敦危机和 1907 年的纽约危机期间，这一体制被严重扭曲了。[31]我们已经注意到了 1763 年德纽夫维尔的投机性失败，该投机的失败导致汉堡、柏林以及（较低程度上的）伦敦和阿姆斯特丹的恐慌，它也是贴现链断裂的结果。如果一家企业倒闭，该链就会崩溃，并可能连累好企业以及坏企业，这里好企业是指具有合理的债务资本比率的企业。有了通融汇票，自有资本有限的贸易商就能够利用大量的借入资金进行经营，至少在短期内可以如此，而贸易商将努力延长这类资金的使用期限。弗朗西斯·巴林（Francis Baring）爵士知道一些资产不足 100 英镑的人却可以贴现出 5,000 ~ 10,000 英镑。这大概发生在 1808 年金本位制度终止期间，而货币学派也碰巧提到了这一点。[32]1857 年，约翰·贝罗，伦敦的一位会计师报告他知道一些企业资本不足 10,000 英镑，但其支付义务却高达 90 万英镑，并声称这是一个相当客观的事实。[33]在汉堡，同一繁荣时期，夏斐尔（Schäffle）也提到有人仅有 100 英镑的资本，但其未付的承兑汇票竟高达 40 万英镑。[34]现代的范例是创建于 1994 年的长期资本管理对冲基金，它大约有 50 亿美元的股本，却从银行、投资公司和养老基金那里借入了 1,250 亿美元，最后由政府出面于 1998 年 9 月营救了这家基金。其 25:1 的股本对借款比例远远高于其他对冲基金的比例，而有的对冲基金根本不借钱经营，大多数基金的股本对借款的比例也很少超过 10:1。[35]但 18 世纪，根据沃思的计算，许多企业在 1763 年经济繁荣时期的投机额为其实际资本的 10 ~ 20 倍（但他还指出，许多企业在从事这一危险的业务时，仅投机于纯粹的信贷，而根本没有任何资本）。[36]

当金融票据或通融汇票泛滥时，信贷将过度扩张。在各个阶段，为提高自己的信誉，票据使用者不断使用各类假名进入汇票链。同样地，这些汇票也不时地被填写上令人奇怪的金额，以表明相应的商业交易。而当票据使用者完成了这一切时，他们有时又声

称海外的银行知道这是以商业票据形式伪装的金融票据（即当美国停止向他们发放信贷后，他们到德国银行那里开具从荷兰和美国银行提取资金的票据）。[37]

人们认为，从汇票转向一个国际货币几乎全部由存款组成的体制有时将显著改变金融环境。例如，已故的哈利·约翰逊 1976 年致信于我，当时我们私下里正就最后贷款人的重要性进行争论，他在信中认为在汇票时代，有理由存在这样的一个最后贷款人，但在现代社会里，国际融资大部分是通过外国存款进行的，因此，不存在这样的理由。熊彼得认为英格兰银行可以在储备很少的情况下运作，因为英国拥有大量对外国短期票据的债权，1909 年哈特利·威瑟思（Hartley Withers）估计这一债权总量在 15,000 万 ~ 20,000 万英镑之间。[38]我们将把这一问题放在稍后讨论。他们的这些说法并无太大根据。

短期拆借资金

说到短期拆借资金，可以想一想 1882 年和 1929 年的大崩溃。法国 1882 年的经济大崩溃并不太著名，对其他国家的影响也有限。但是，正如让·波伏瓦（Bouvier）在其一部超级著作中所描绘的，这是一次典型的投机狂潮和经济恐慌，资金来源是短期拆借资金或是银行家拆借给经纪商的资金，这种资金的期限一般为一天（法语中将之称为拆借货币）。[39]

通用联盟是一家由尤金·邦托克斯（Eugene Bontoux）创办的银行，此人是一个工程师，原为罗思希尔德工作，后来离开了该公司，在奥地利、塞尔维亚和欧洲东南部建立了与其相竞争的公司。早期的通用联盟于 1875 年开始运作，经营得很差。邦托克斯于 1878 年在巴黎开设了他的通用联盟，当时法国正在进入由铁路、银行和苏伊士运河所带来的经济繁荣时期。这次繁荣于 1881 年 12 月达到了顶峰；1882 年 1 月开始了经济的大崩溃。作家波伏瓦的著作主要探讨了邦托克斯作为一个天主教徒，是由于自己的错误而失败了呢，还是被犹太人和新教银行家为了抵制侵入者而共同搞垮

的。这一问题是我们讨论范围之外的问题，不过在历史记录上，包维尔发布了苏格兰对其的判决："未经证实。"

邦托克斯的通用联盟的股票市值原为2,500万法郎，1879年春天增加到5,000万法郎，1881年1月再次增加到1亿法郎；计划于1882年1月第三次增资，使资本价值提高到1.5亿法郎。最初发行时资本仅实缴四分之一。* 每次增资中，考虑到市场上股票价格的上升，该银行均以高于500法郎面值的价格溢价增资，并将溢价部分纳入银行储备。这三次增资中每股的发行溢价分别为20法郎、175法郎和250法郎。股票以个人的名字登记，但不交给购买者，因为有四分之三的面值仍是欠他们的，尽管如此，仍然未能阻止20万原始股中几乎有一半是在交易市场上浮动的。

在巴黎和里昂，证券交易都是通过两周一次的清算进行的。购买者需支付10%的保证金，其余90%则可从中介机构或经纪人那里借入，后者又从拆借市场借入资金。这部分资金由银行、专业机构（由银行和其他投资者专门为此成立的基金）及个人投资。更进一步地，银行和专业机构可以为专门交易某一特定股票的经纪人提供优惠。因此，像通用联盟和里昂银行这样的银行机构——更不用提在繁荣时期成立的另外3～4家甚至更不成功的银行，尽管其投机性没有那么高——可以间接支持它们自己的股票。当市场稳定时，投机者有得有失，经纪人支出或收入的净值一般都很小，在此，假定投机者与一般股票购买者同样都需交付10%的保证金。但在呈上升势头的市场上，需要支出更多的资金满足人们实现的盈利。而这些资金（利润）通常被再投资于市场中，如果没有将这笔

---

* 该银行解散后，邦托克斯的法国起诉人写道，在股票发行和增资过程中该银行有大量非法行为。银行以自己的名义和虚构的客户名义认购了大量股本。与此类似的一家银行是成立于1881年4月的里昂银行，其资本金为2,500万法郎（11月已筹集5,000万法郎），理论上其四分之一的股本为实缴资本，但这家银行也成为了泡沫。在最初发行的50,000股股份中，一半以上没有及时缴纳资本，因此它拥有的实际资本还不到最初声称的650万法郎的一半。

通用联盟也在公开市场上购进自己的股票，我们还将看到，它将资金贷给他人购买自己的股票（让·波伏瓦，《通用联盟的崩溃：1878～1885年》（巴黎：法兰西大学出版社，1960年），第123页，164～165页，以及167页）。

利润进行再投资，市场就需要更多的资本。例如，假定某一个投资者以 100 法郎的价格购买股票，其中支付 10 法郎，借入 90 法郎。如果他以 110 法郎的价格出售，并抽回自己的 20 法郎，其中的 11 法郎是来自一个新的投机者，9 法郎是新的拆借资金。因此，当股票市场价格上升时，拆借资金的利率也必须随之上升，以吸引新的资金。在巴黎股票市场上，市场繁荣期间拆借资金的利率从 1880 年末的 4% ~ 5%上升至 1881 年春的 8% ~ 10%，并于 1881 年秋达到了 10% ~ 12%的顶峰。[40]

当市场呈下降趋势时，也仍然需要新的资金，这次是投机者需要。如果他以 100 法郎的价格买入某一只股票，其中 10 法郎由他自己支付，另外 90 法郎是借入的拆借资金，然后，股票价格下跌至 90 法郎，他不得不再筹集 9 法郎以满足 10%的保证金要求。如果他以前的杠杆率已经满负荷并借不到这额外的 9 法郎，他就破产了。此时，如果股票价格下跌至 90 法郎以下，向他发放贷款的经纪人、银行和个人就要损失资金。通用联盟的股票价格 1881 年 3 月为 1,250 法郎，随着这年秋天经济过热的加速发展，到 12 月 14 日，股票价格达到了 3,040 法郎的顶峰。但自那以后该股票走向了困难时期，1882 年 1 月 10 日，该股票价格下跌为 2,950 法郎，1 月 16 日又下降至 2,800 法郎。到 1 月 19 日，下降至 1,300 法郎。在那一天，由于投机者不能筹集足够的现金满足要求，经纪人共有 1,800 万法郎的资金缺口，到 1 月 31 日月底清算时，该缺口达到了 3,300 万法郎。[41]

里昂银行的崩溃更具投机性：其股票价格从 1881 年 12 月 17 日 1,765 法郎的高峰下跌至 12 月 28 日的 1,550 法郎，而当它试图支持自己的股票时，股票价格却连续于 1 月 4 日下跌至 1,040 法郎，1 月 10 日至 650 法郎，最后，在其关门停业之后的第一天，即 1 月 19 日，下跌至 400 法郎。[42]里昂银行崩溃的信号是 1882 年 1 月 4 日宣布的邦托克斯战胜萨维利（Savary），获得了在特里斯特（Trieste）建立一家战时信用银行的权利。这与南海公司胜利地摧毁了竞争对手比林格斯利（Billinglsey），其后泡沫遍布约克郡的建筑业和威尔士的铜业[43]一样。陷入里昂银行危机的人们卖掉了通用

联盟的股票以挽回损失。高度投机与建立在通过拆借收回资金的银行和个人信贷基础上的信贷机制紧密结合在一起，导致崩溃在随后的几天里迅速波及了所有的银行、专业机构、经纪人、个人和商业行为。应该注意的是，商业行为往往在股票市场崩溃前就受到不利影响，例如 1929 年的危机，这次不是由于货币供应量的变化，而是由于在经济的最高热阶段，里昂的商业界转向投机于通用联盟，他们包括："丝绸商、制衣公司、工业家、贸易商、干货商、零售商、屠夫、固定收入者、看门人、鞋匠。"[44] "大量资本从日常业务中抽出，投资于股票市场，包括证券和拆借资金。"[45]

熟悉 1929 年股票市场崩溃的读者可能会发现它与上述情况相似的地方：随着股票市场接近顶点，市场参与者全神贯注于投机，而商业行为减少了；银行和个人发放的经纪人贷款在此发挥了一定的作用，正是这类贷款提供了驱动证券价格在货币供应量没有发生重大变化的情况下一路上升，并让之下降的基础。这两次危机间的一个重大差别是 1928 年和 1929 年间，并没有大量成立被作为投机对象和投机工具的新银行。但这里还有一个令人感兴趣的相似之处。随着股票市场达到顶点，"所有其他人"的拆借资金，即纽约银行和纽约之外的银行的拆借资金，从 1926 年底不到 20 亿美元的水平上升至 1928 年 12 月 31 日的 38.85 亿美元，到 1929 年 10 月 4 日，更是高达 66.4 亿美元。同时，纽约银行向经纪人发放的贷款从 1928 年底 16.4 亿美元的最高峰下降到 1929 年 10 月 4 日的 10.95 亿美元。[46]在这次大崩溃中，"所有其他机构"和纽约以外的银行将拆借资金从市场上抽了回来。他们担心股票交易所会像 1873 年那样被关闭，因而冻结了其日间的流动贷款。[47]在此期间，纽约的银行面对下滑的市场，维持甚至小幅提高了其经纪人贷款，这也许是为了帮助中止下滑。类似地，在 1882 年，巴黎银行界在巴黎巴银行（Parisbas）的带领下，分 5 次向通用联盟直接提供了价值 1,800 万法郎的信贷，而另一组银行在罗思希尔德的率领下，向经纪人公司发放了 8,000 万法郎的贷款，以帮助它们顺利完成 1 月底的清算，并使它们及其客户有时间做出相应的安排。[48]两次危机中都有大量经纪人、客户、银行（1882 年危机中）及专门机构

破产了。各金融中心货币市场的银行放松了银根，但它们在1882年的巴黎停止了挽救通用联盟的行动。

美国于20世纪30年代出台的一项联邦储备管理条例，中止了以保证金购买股票的做法，并永久性地将保证金要求固定在50%的水平上。在此，产生了一项革新。该管理条例适用于有组织的股票交易所，包括纽约股票交易所，但并不适用于芝加哥商品期货交易所，该交易所从事标准普尔500种工业股票指数的期货交易。鉴于此，美国当局特别设立了一个单独的10%保证金要求。但是，如果以上两个市场被套利行为联系在一起，就像它们以前一样，那它们实际上是一个市场。通过以10%的保证金要求在芝加哥购买一个标准普尔500的期货合同，人们实际就是以10%的保证金要求购买了纽约的股票现货；当芝加哥的期货价格上升时，套利者将出售芝加哥的期货，购买纽约的现货。期货购买通过套利传导到现货市场。在此，要确认几个技术性问题。套利者并不会购买全部500种股票，而只是购买主导指数变化趋势、具有代表性的几家企业的股票。在1987年10月19日股票市场大崩溃之后，曾经有过利用一个单一机构——联邦储备委员会或证券与交易所委员会——来管理芝加哥和纽约市场的想法，有人建议严格对期货市场的保证金进行管理，另一些人则建议禁止将期货与股票一起交易，此外还有许多其他令人困惑的意见。

金汇兑本位制（The Gold - Exchange Standard）

对货币基础固定的情况下，信贷无限扩张的第三种解释是信贷的国际化本性。在世界黄金存量固定的情况下，金汇兑本位制意味着增加各国中央银行的国际储备，增加的方式不仅包括将各国中央银行持有的黄金计算在内，而且还将坚持实行金本位制度国家的外汇储备也计算在内。长期以来，人们认为该制度是在第一次世界大战之后发展起来的，以1922年热那亚（Genoa）大会提出的建议和国际联盟黄金代表团的建议为基础，并在英格兰银行行长蒙太古·诺曼（Montagu Norman）的大力推动下发展起来的，诺曼一直致

力于扩大全世界的英镑持有量，以求缓解英国的国际收支压力。但实际上，金汇兑本位制早在战前就较为普遍了。[49] 1913～1914 年世界信贷的繁荣很可能是由全世界英镑、法郎和马克持有量的增加导致的，而这次信贷繁荣最终以战争而非经济恐慌或崩溃的形式结束。

正如银行钞票和汇票与硬币相比是更为有效的货币一样，各国的对外余额主要以相对稳定的金块方式持有，它更容易在交易中使用，不需要运输，保证安全，标明成分，并且不用交换为本国货币就可使用。当然也有许多不利于金兑换本位的评论，最有名的是特里芬（Triffin）[50]和鲁伊夫（Rueff）。[51]该制度被称做是“荒唐的”、“骗人的”以及“剥削的”，等等。很明显，金汇兑本位制度确实会导致信贷扩张，正如银行纸币、汇票、拆借资金、信用卡、可转让定期存单等一样。一国可以在诸如伦敦或纽约的外国市场上出售债券，借入储备，然后将得来的英镑或美元作为中央银行储备的一部分。如果伦敦（或纽约，因为情况可能会这样）并不认为它对外国长期借款人欠下的流动性债权的增加是它收缩信贷的原因，这一金融中介，与所有其他中介一样，就可以进行信贷扩张，尽管它实施了货币学派关于固定货币供应量，或是将世界货币体系建立在黄金基础上的规则。

但必须记住的是，在金本位制度下的国际信贷可能具有和金汇兑本位制度下同样的不稳定特征。各国在借入外汇作为国内货币扩张的储备前，主要借入的是黄金。杰弗利·威廉姆森（Jeffrey Williamson）声称，19 世纪的美国在当时的经济上升阶段借入英镑，其目的不仅仅是以进口的形式获得实际资本，而且是为了扩大美国银行体系的黄金基础。我们对黄金在国际信贷中作用的理解主要来自弗兰克·陶思格（Frank Taussig）和他那些研究转移支付问题的学生，但这些理解是不完善的。黄金不仅在实际商品与劳务的转移中起到了工具性作用，在更大程度上，它也是借款的对象，使得借款人不用与贷款人签署合同就可以扩张信贷。[52]

信贷的不稳定性和大衰退

将经济引向过热与崩溃的投机主要建立在信贷所固有的不稳定性基础之上，这是一个古老的观点。爱尔文·汉森，这位专门研究经济周期的专家，在一个对一般的“早期概念”调查中深入讨论了这一问题，并在其题为《信心与信贷》[53]的专著中以一章的篇幅综述了19世纪中期的经济学家——约翰·斯图尔特·穆勒、约翰·米尔斯和爱尔弗雷德·马歇尔——对此问题的观点。根据他的说法，这些观点都已经过时了，因为它们没有考虑到大企业的投资和储蓄决策。在这个点上也许他是对的。但是，比较重视信贷不稳定性之重要性的理论在20世纪也仍然适用。霍特里是这个领域的古典经济学家，A.C. 庇古也是，他在其《产业波动》一书（1927年）中专门用五章的篇幅讨论了经济恐慌。[54]随着货币学派和银行学派都已分别转化为货币主义和凯恩斯主义，学术界在考察20世纪30年代的经济大衰退时，首次忽略了信贷不稳定性这个因素。

货币主义者对大萧条的观点是由米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨在他们不朽的著作中提出的，他们认为大萧条是联储货币政策失误的结果。在书中的大部分篇幅中，他们都集中研究1929年8月～1933年3月间货币供应量下降的现象。在该书中，不管什么时候将问题转向大萧条开始的原因，得出的答案要不就是1928～1929年间货币供应量的下降，要不就是在1929年8月～1930年10月间货币供应量下降了2.6%，而实际上这些时期的货币供应量应该上升。他们认为，1929年10月股票市场的崩溃与产出的下降没有什么关系，经济衰退是美国国内政策的结果，与国际资本流动、汇率或国外的通货紧缩只有很少的一点联系。[55]在该书发表后很长的一段时间里，货币主义者对大萧条的解释在美国一直占据着主导地位。[56]

彼得·特敏以其凯恩斯主义的观点同弗里德曼和施瓦茨展开了争论。[57]他问道，支出的下降是不是货币供应量下降的结果，或是反过来解释？同时他试图以复杂的经济计量学来解决这个问题。在此，争论主要集中于有多少消费超出人们预计的水平，从而导致了

一场技术性争论，即在20世纪20年代的美国，经济发展主要依赖什么样的消费，并且，在消费、收入、财富以及其他人在预测消费的“正常”趋势时所采用的变量间的关系是怎样的。更深一步的争论涉及了利率行为，他认为：如果货币供应量的变化先于支出的变化，那么，人们认为利率将上升，反过来，如果支出先于货币供应量下降，那么，利率将会下降。而事情的发展也正是如此，1929年大崩溃之后，除二级债券之类的金融市场工具外，主要市场工具的利率急剧下跌，而这些工具主要反映了市场信心，而非利率。[58]此外，特敏还提出了一个关于货币“实际”余额和名义余额的观点，即货币存量减去价格水平，代表着实际购买力。许多货币分析都对货币供应量进行了价格调整，而没有运用名义货币供应量，也就是说，它们采用的是实际货币余额，而非名义总量。特敏在此的结论是实际余额并没有下降。[59]在他的分析中，货币的实际余额在1929～1931年间呈上升趋势，上升幅度从1%到18%不等，取决于采用的是哪一个货币供应量，M1或M2，以及采用的是批发价格指数还是消费价格指数。从年平均水平来看，变化更是不大；根据月度数据和以占基期年度货币供应量百分比，及以占两大价格指数百分比来表示的M1、M2数据来进行分析，货币供应量不仅没有下降，而且在1929年8月～1931年8月间，反而上升了5%，这里他采用了同样的月份以使季节影响最小化。特敏最后指出，没有证据表明在股票市场崩溃到1931年9月英国放弃金本位制度期间，是由货币因素导致的经济大萧条。从影响的角度来看，消费或投资的自动变化应是大萧条的主要诱发因素。

这也许可以用来反驳弗里德曼和施瓦茨，但不能解释大衰退。曾有一位分析家声称，股票市场的崩溃使得银行向其他借款人实行了信贷配额制度，因而启动了经济衰退，但并未降低货币供应量。[60]另一位分析家则从不同的方面谴责了大衰退：股票市场的大幅度下跌减少了名义财富，后者与收入一起决定了消费行为。[61]这等于是将消费函数的重点从收入转向了财富。

所有这些解释难以令人信服，其原因在于生产崩溃的速度以及它确实随股票市场崩溃而崩溃的事实。当时美国的工业生产指数从

1929年6月的127逐月下降到9月的122，10月的117，11月的106和12月的99。特别地，汽车生产从1929年3月的660,000辆下降到8月的440,000辆，9月的416,000辆，10月的319,000辆，11月的169,500辆和12月的92,500辆。没有任何一个货币理论或支出自动变化的理论，可以解释在股票市场下降或没有下降的情况下所发生的这种突发性波动。我认为应用信贷体系本身具有不稳定性的古老理论来解释。当股票价格不断攀升时，拆借资金从1928年12月底的640亿美元上升到1929年10月初的850亿美元。资金从消费和生产中退出。此外，首先是纽约第一银行，其后是纽约之外的银行再次向股票市场和其他市场发放贷款。当市场崩溃时，信贷体系突然冻结。例如，进口信贷似乎完全中止了，9月到10月间，进口商品价格突然下降，1929年9月到12月，进口价值从4亿美元下降到3亿美元。

货币主义者与凯恩斯主义者的争论基本没有涉及信贷的不稳定性和银行体系的脆弱性，也没有涉及价格下跌、不良贷款增多、信用体系瘫痪对生产和价格的影响——以我的判断，所有这些因素都可以解释1929年经济大衰退初期的现象。正如前面所提到的，这是一个古老的观点，是1940年以前许多经济学家持有的观点，却在凯恩斯主义革命和货币主义的反革命期间令人不可理解地名誉扫地。在现代经济学家中，一个明显的例外是明斯基。[62]更早一些的是亨利·西蒙斯（Henry Simons），他是芝加哥的经济学家，认为大萧条是由市场信心的变化导致的，这种变化通过不稳定的信用体系改变了流动性，从而影响货币供应量。弗里德曼并不赞同这一观点，尽管他是西蒙斯的崇拜者。他不认为信用体系是不稳定的；他的逻辑因果关系恰好相反，始于货币供应量。[63]

亨利·西蒙斯的观点在其《自由社会的经济政策》一书中得到了充分的反映[64]，该书写于第二次世界大战以后，受到了30年代经济大萧条的强烈影响。正如弗里德曼总结的，他提倡对银行存款实行100%的准备金要求，以防止公众持有货币的意愿变化影响存款变动，这也是排除金融体系中其他信贷弹性的巨大努力。这就要求限制活期信贷和分期付款消费信贷，并限制政府债务，一方面是

无利息的资金，另一方面是长期债务（最理想的是永久性义务）。他主张建立一个新的金融体系，在这个体系里，所有的金融财富都以股票的形式持有，不存在固定资金的合同，这样，非银行机构就难以创造有效的货币替代物。他对金融界的投机本性十分关注，也对短期非银行信贷的可获得性十分关注，因为这两者导致经济在面对市场信心的变化时十分脆弱。

弗里德曼让市场自行决定一切的自由主义倾向与西蒙斯的建议相对立，后者呼吁要限制货币与金融资产的本性。弗里德曼赞同实现货币和资本的多样化和多元化，正如其他所有的市场一样，他认为金融中介根据借款人和贷款人的需要发展才是真正的自由市场的表现，也是自由市场效率的标志。[65]在这一点上，他反对西蒙斯的主张，坚信控制货币供应量将阻碍经济周期的正常运转，而信贷机制的不稳定性并不可惧——本章正是对这一点提出了疑义。人们很容易同意弗里德曼对西蒙斯积极主张的批评：不管进行干预有多么必要（很多人对此抱极其怀疑的态度，大多赞同弗里德曼所提到的），它们显然都是不可行的。因为政府要禁止企业和个人以固定的条款进行借贷是乌托邦式的设想。但西蒙斯对金融体系趋于不稳定的短期借贷和支付的论断又是正确的。

自本书第一版出版以来，新奥地利学派关于货币和银行业与经济稳定之间关系的另一种论点在学术界逐渐占据了主导地位，该学派主张完全放松对货币和银行业的管制。该学派的领袖人物是英国的弗雷德里克·哈耶克（Friederich Hayek），德国曼海姆大学的罗兰德·法布尔（Roland Vaubel）和美国的一些经济学家，包括理查德·廷伯莱克（Richard Timberlake）、理兰德·叶格尔（Leland Yeager）、劳伦斯·怀特（Lawrence White）以及乔治·塞尔金（George Selgin），他们甚至比货币主义者走得更远，主张废除积极的货币政策。他们宣称他们主张允许所有的银行、企业和个人发行“货币”，并作了大量努力试图使其主张得以接受；[66]他们宣称，市场将决定由谁来发行好的货币。他们并不担心“劣币”将会把“良币”驱逐到储存和出口行业，根据格雷汉姆法令，他们坚持认为良币将驱逐劣币，因为货币发行者为了获得公众的接受而相互竞争。怀特还用

1772年艾尔银行倒闭和1845年银行法颁布期间苏格兰放松对银行的管制的事件来进行辩护。但是，在这个事件中，主要的商业银行积累了大量小额钞票，正如同一时代的美国第二国民银行在美国所做的一样，时刻准备在它们认为纸币不再适用时将之兑换为硬币。从这个意义上来说，他们起着货币供应量非正式控制者的作用。在其他时候，历史证据与理论也有着不一致的地方，例如1745~1835年英格兰乡村银行的发展，19世纪30年代密歇根疯狂的银行业以及近期拉丁美洲，尤其是东亚放松银行管制的经历。

20世纪70年代的通货膨胀是美国国内政策的结果，正如我们在稍早时曾论述过的。而20世纪90年代的扩张则是美国国际收支赤字和世界各国，包括中央银行和私人投资者囤积美元的结果。艾里克·巴萨龙（Erich Bathalon），这位巴黎巴银行的经济分析家曾指出，1996年第一季度，中央银行储备的年增长率达到了23%，是1987年以来最快的。[67]三年后，另一位法国经济学家，帕斯科·布拉斯克（Pascal Blasqué），曾写到了美国的信用泡沫。[68]类似地，格雷西拉·卡明斯基（Graciela Kaminsky）和卡门·莱因哈特（Carmen Reinhard）则抱怨外国政府不停地印制钞票，而美国的国际收支却不断上升。[69]

在后面的章节中我们将讨论利率在危机中的作用。现在我们关心的问题是利率是否能够限制信贷的不稳定性，减慢投机的步伐，使之不会过于危险。如果货币当局确定了固定的货币供应量或流动性目标，或是它们直接操纵利率（现在还没有必要选择这些工具变量），那么，利率政策是否能够大大缓解甚至完全消除危机的波动呢？

我没有找到一个很好的方法来回答以下问题：即中央银行使货币供应量保持固定的政策，或限制货币市场流动性的政策，或是在刚刚出现疯狂投机的信号时就提高贴现率的政策能否防止经济过热转变为经济危机，或能否在出现危机后改变危机。此外，经济学家们不能小心地进行可控制的试验。如前所述，联邦储备委员会在1994年冬春之际三次提高隔夜利率，减少向新兴市场发放的贷款，关闭了一家对冲基金，并扼杀了一家准备降生的基金。1998年秋，

在长期资本管理公司倒闭后，美联储又三次下调利率，以防止市场陷入困境。但这种试验性措施并不能给出结论性答案，因为一旦行动方案有所改变，结果就会不同。但是，历史证据也表明：尽管货币政策可以降低最终走向破灭的经济泡沫的繁荣程度，但却不能完全消除它们。

英格兰银行由于没有察觉 1839 年危机的到来，以及未能在危机发生后迅速提高利率而受到强烈抨击。人们普遍认为英格兰银行的拖拉实际上是 1844 年银行法出台的真正原因。[70]19 世纪 50 年代，黄金充斥市场，降低了 1852 年和 1853 年的利率。因而，正如货币主义者所希望的，货币市场银根持续紧缩，但并没有紧缩到足以防止 1857 年危机爆发的程度。[71]由于贴现率上升，发行的票据总量持续增加，并随着贴现率的下降而下降，而没有和政策变动呈反方向变动，投机的主要形式是发行票据，随着贴现率的上升，投机似乎也日益猖獗。[72]查理斯·杰里科（Charles Jellico）在他 1856 年的一篇文章中建议英格兰银行应将基准利率作为其储备的函数，并随其变动而变化，以帮助公众了解将发生什么事情——此建议被艾尔默·伍德（Elmer Wood）称做根本不了解英格兰银行。[73]1863 年和 1864 年，英格兰银行两次将利率提高至 9%。该措施也许推迟了 1866 年大崩溃的爆发，但并未能阻止它。这次危机被朱格拉认为并不是孤立的，它是一次严重的危机，也是对 1864 年危机不可避免的最终补充。1864 年，法国完成了清盘；同一年的英国有两个实力较弱的投机商也被淘汰了，但大规模的通货贬值却被推迟了。[74]1869 年 7 月底，奥匈国民银行提高了利率。但这个行动太迟了：无论怎样，1869 年秋还是爆发了经济崩溃，与 1873 年发生在同一城市的大崩溃较为相似，但没有那么严重。[75]国民银行于 1872 年再次提高了贴现率。沃思认为，在 1873 年最后一次提高利率后，奥匈市场上的外汇贷款利率为 5%，伦巴德贷款利率为 6%，这个水平太低了。[76]纽约联邦储备银行以同样的方式和同样的时间序列于 1929 年 8 月 9 日将贴现率从 5% 提高至 6%，当然，这同样也没有产生什么结果（除了加剧危机外）。

1873 年，英格兰银行共 24 次调整贴现率，也正因如此，才得

以免受同年5月奥地利和德国，9月美国金融危机的折磨。到同年11月，英格兰银行的贴现率已提高至9%，主要是为了阻止德国人提取法兰西—普鲁士战争赔款中剩余的英镑。[77]这个做法是否代表着在爆发危机的可能性中成功地进行微调，或是仅仅增大了短期资本流动的敏感性，从我所得到的二手资料来看，确实不太清楚。

在1907年美国的经济恐慌中，纽约外部的银行在纽约的信贷总量达到了历史上前所未有的水平，但这仅仅是信贷扩张的准备活动，同时，纽约在伦敦市场大量借入通融汇票——如果将纽约城外的银行在纽约的信贷等同于金兑换本位（当然，这样做的基础是银行同业存款发挥着资产所有者储备的作用，但没有必要成为接受存款的银行储备的单对单的债权）。那么，这正是前面所述的两种扩张方式的结合。由于缺乏一家中央银行，纽约不能实行自主的利率政策。在伦敦，美国借入资金，导致黄金出口，使英格兰银行于1906年提高了利率。接着，英格兰银行劝告市场，继续接受美国的金融汇票将会威胁市场稳定，是不受欢迎的。[78]这个举措帮助减轻了市场的过度繁荣，但仍未能防止1907年3月"富人的经济恐慌"以及10月全面恐慌的发生。

很难知道从上述危机中可以总结出什么。如果中央银行家们无所不知、无所不能，那么，他们就可以利用中央银行的武器来稳定信贷体系；他们也可以纠正由于信贷无限扩张的本性和市场全面崩溃的可能所引起的不稳定性。但是"不存在限制单独一笔信贷扩张的积极措施"。[79]对于全国范围内或国际水平的金融中介来说，这一点与银行机构是一样的。

中央银行业产生于控制信贷不稳定性的过程中。金融市场从只关心赚钱的私人银行业发展到中央银行业，是一个显著的进步。1825年，英国市场已就劳动分工达成了以下协议：伦敦的私人银行家和各省为经济繁荣出力，而英格兰银行则在危机时期出钱。[80]美国在1837年以前一直没有中央银行，因此，纽约的一些主要银行既是利润追逐者，又是国家存款的拥有者，前者使得它们成为信贷的不稳定因素，后者又迫使它们不得不防止信贷的不稳定。在此，短期利益与长期利益相矛盾，私人利益与公共利益相矛盾。没

有人要求纽约的银行采取负责的行动，并且，没有人清楚这样做是否对他们有利。这是在政治、经济、学术界和家庭内部都存在的一个普遍问题，它无处不在。

注释：

1. 至少从有限的资料来源中我可以区分这一点。最典型的是在泡沫经济的顶峰阶段，卖方没有大量出售物品，有的（或是许多）买方分期用现金购买，假设原因是他们缺乏现金。分期购买和协议价格的区别在于个人信贷。参见 N.W. 波斯胡默斯（N.W.Posthumus）的文章，“1636 年和 1637 年荷兰的郁金香热”，《经济与商业史杂志》第 1 卷（1928 ~ 1929 年）。

2. 彼得·特敏，《杰克索尼亚经济风》（纽约：W.W. 诺顿，1969 年），第 79 ~ 82 页。

3. 让·波伏瓦，《通用联盟的崩溃，1878 ~ 1885 年》（巴黎：法兰西大学出版社，1960 年），第 129 ~ 134 页。

4. 马丁·梅耶，《银行家》（纽约：白兰厅丛书，1974 年），第 197 页。

5. 沃思，《金融危机》，第 478 页。

6. “科威特价值 700 亿美元的投机追逐”，《金融时报》，1982 年 9 月 25 日；“科威特副总统说投机者进行着‘愚蠢的价格投机’”，《国际先锋论坛报》，1984 年 12 月 16 日。

7. J.G. 范狄伦，“阿姆斯特丹银行”，见《主要公共银行史》（海牙：马丁内斯·尼霍夫，1934 年）一书第 79 ~ 123 页。

8. 艾利·F. 赫克希尔（Eli F.Heckscher），“瑞典银行与阿姆斯特丹银行之间的联系”，前引文献，第 169 页。

9. 米尔顿·弗里德曼，《最佳货币数量及其他论文集》（芝加哥：艾尔丁，1969 年），第 1 ~ 50 页。

10. 雅各布·维纳，《国际贸易理论研究》（纽约：哈泊尔，1937 年），第 232 ~ 233 页。

11. 沃尔特·巴杰特，“银行业问题的一般特征”，第 1 期，致

《经济学家》编辑的一封信，1857年2月7日，收入诺曼·约翰—斯蒂维斯主编的《沃尔特·巴杰特论文集》（伦敦：《经济学家》，1978年），第9卷第319页。

12. 大不列颠货币制度工作委员会报告（拉德克利夫报告），827号（伦敦：H.M. 斯塔新勒尼办公室，1959年8月），第133～134页、第391～392页。

13. 前引文献，第134页、第394页。

14. 詹姆斯·吉本斯，《纽约银行、其经纪商、清算所和1857年的恐慌》（纽约：D. 艾普里顿，1859年），第376～377页。

15. J.S. 米尔，《威斯敏斯特评论》，第1期（1844）：第590～591页，后被雅各布·维纳在其《国际贸易研究》一书中第246页引用。

16. 参见本杰明·M. 弗里德曼，"资产组合选择与债务收入比之间的关系"，《美国经济评论》，第75卷第2期（1985年5月），第338～343页；"货币与信贷在宏观经济分析中的作用"，詹姆斯·托宾（James Tobin）主编，《宏观经济学、价格和总量：纪念亚瑟·奥肯（Arthur Okun）论文集》（华盛顿：布鲁金斯研究所，1983年），第161～189页。

17. 萨缪尔·L. 克莱门斯（Samuel L. Clemens）（马克·吐温）和查理斯·达德利·沃纳尔（Charles Dudley Warner），《黄金岁月：今天的童话》（纽约：哈泊尔兄弟，1873年），第1卷第263页。

18. 对此更深入的研究可参见金德尔伯格的"债务质量"一文，该文被收录在D.B. 帕帕狄米特里（D.B. Papadimitriou）主编的《利润、赤字和不稳定》（巴辛斯多克：麦克米兰，1992年）一书中，同时也收录在金德尔伯格的《从历史的角度看待世界经济和各国金融》（安泊尔：密歇根大学出版社，1995年）一书中的第117～130页。

19. 海曼·P. 明斯基，"金融不稳定假设：资本主义过程和经济行为"，收在由C.P. 金德尔伯格和J.P. 拉法格主编的《金融危机：理论、历史与政策》（剑桥：剑桥大学出版社，1982年），第13～39页。

20. 参见 J.S. 弗莱明、雷蒙德·戈德史密斯和雅克斯·梅利兹对明斯基该文的评论，前引文献，第 39～47 页。

21. “里维科破产申请中的连锁药店”，《纽约时报》，1988 年 7 月 29 日。

22. 亨利·考夫曼，《利率、市场和新的金融环境》（纽约：时代丛书，1986 年）。

23. T.S. 阿希顿，“汇票与兰卡郡的私人银行：1790～1830 年”，收在由 T.S. 阿希顿和 R.S. 塞耶斯主编的《英格兰货币史论文集》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1953 年），第 37～38 页。

24. 弗朗西斯·C. 诺里斯（Francis C. Knowles），《1827 年的货币危机》，指 1826 年苏格兰和爱尔兰的货币委员会；J.R.T. 胡格（J.R.T. Hughes）在其《贸易、工业和金融波动：不列颠经济发展研究：1850～1869 年》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1960 年）一书中第 267 页引用了这一点。

25. 前引文献，第 258 页。

26. 科尔特·萨缪尔逊，“瑞典商人银行的国际支付与信贷波动：1730～1815 年”，《斯堪的纳维亚经济史评论》第 3 期（1955 年），第 188 页。

27. R.G. 霍特里，《中央银行业的艺术》（伦敦：朗格曼，格林，1932 年），第 128～129 页。

28. 见赫尔曼·E. 克鲁斯（Herman E. Krooss）编辑的《美国银行业和货币文献史》（纽约：切尔西出版社，1969 年），第 1 卷第 31 页。

29. 维纳，《国际贸易研究》，第 245 页，第 249～250 页。

30. 亚当·斯密，《国富论》（1776；纽约重印：现代图书，1937 年），第 293～297 页。

31. R.G. 霍特里，《货币和信用》第 3 版（纽约：朗格曼，格林，1930 年），第 224 页。

32. 亚瑟·D. 盖耶、W.W. 罗斯托和安娜·雅各布森·斯沃茨，《不列颠经济增长与波动：1790～1850 年》（牛津：牛津大学出版

社，克莱伦顿出版社，1953年)，第1卷第105页。

33. 大不列颠议会报告（货币政策、商业困难)，“银行法实施委员会报告以及近期商业困境的原因：1857~1859年”（山农：爱尔兰出版社，1969年)，第4卷第113页1661问题和第115页1679问题。

34. 阿尔伯特·E.Fr.夏菲尔，“1875年的汉堡危机”（图宾根：豪普森，1885年）第2卷第31页。

35. 富兰克林·爱德华兹，“对冲基金及长期资本管理公司的崩溃”，《经济观点杂志》，第11卷第2期（1999年春)，第198页。

36. 沃思，《金融危机》，第91页。

37. 见C.P.金德尔伯格，《衰退中的世界：1929~1939年》，第2版（伯克利：加利福尼亚大学出版社，1986年)，第133页及注释。

38. 约瑟夫·A.熊彼得，《经济周期：资本主义过程的理论、历史和统计分析》，第2卷（纽约：麦克格罗一希尔，1939年)，第673页。到1914年，根据E.V.摩根的分析，这一数量至少为3.5亿英镑。参见他的《英国金融政策研究：1914~1925年》（伦敦：麦克米兰，1952年)，第3页。

39. 波伏瓦，《崩溃》，第130~131页。

40. 前引文献，第131页。

41. 前引文献，价格参见表7和表8，第136页和第144页；缺点则参见第144页。

42. 前引文献，表7和表8，第136页、第144页、第145页。

43. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》（伦敦：克莱塞特出版社，1960年)，第171页。

44. 波伏瓦，《崩溃》，第112页。

45. 前引文献，第113页。

46. 联邦储备体系，《银行与货币统计》（华盛顿：联邦储备体系董事会，1943年)，第494页。

47. 亚历山大·达那·诺耶斯（Alexander Dana Noyes)，《市场定位：缅怀一位金融编辑者》（波士顿：里特尔，布朗，1937年)，

第 353 页。

48. 波伏瓦，《崩溃》，第 175 页、第 177 页。

49. 彼得·林德特，《主要货币与黄金，1900 ~ 1913 年》，普林斯顿国际金融研究第 24 期（1969 年 8 月）。

50. 罗伯特·特里芬，《黄金和美元危机：可兑换性展望阿纽黑文》（耶鲁大学出版社，1960 年）。

51. 雅克斯·鲁夫（Jacques Rueff），《通货膨胀的岁月》（芝加哥：H. 莱格莱利，1964 年）；弗雷德·赫希（Fred Hirsch），《黄金的作用及规则：一个观点》，普林斯顿国际金融论文 47 期（1965 年）。

52. 杰斐利·G. 威廉姆森，《美国的经济增长与国际收支：1830 ~ 1913 年：长期波动研究》（查尔希尔：北卡罗莱纳大学出版社，1964 年）。

53. 爱尔文·汉森，《商业周期和国民收入》（纽约：诺顿，1957 年），第 13 章、第 15 章。

54. A.C. 庇古，《工业波动》（伦敦：麦克米兰，1927 年），第 7 章和第 272 页。

55. 米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨，《美国货币史：1867 ~ 1960 年》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1963 年）。该书第 10 章还单独发表在《大衰退：1929 ~ 1933 年》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1965 年）。

56. 该说法是托马斯·A. 梅耶于 1977 年 5 月 11 日在伯克利加利福尼亚大学有关货币和大衰退的一次研讨会上提出的。

57. 彼得·特敏，《是货币因素导致了大衰退吗?》（纽约：诺顿，1976 年）。

58. 弗里德曼和施瓦茨，《货币史》，第 454 页。

59. 特敏，《货币因素》，第 14 页。

60. 本·伯南克，“大衰退期间金融危机的非货币影响”，《美国经济评论》，第 73 卷第 3 期（1983 年 6 月），第 237 ~ 276 页。

61. 弗雷德里克·米什金，“缺乏流动性、耐用消费品支出和货币政策”，《美国经济评论》，第 66 卷（1976 年 9 月），第 642 ~

654 页。

62. 见明斯基对特敏思想的评述，《19 大挑战》第 1 期（1976 年 9/10 月），第 44～46 页。

63. 见米尔顿·弗里德曼，“亨利·西蒙斯的货币理论和货币政策”，弗里德曼《最佳货币供应量》，第 81～93 页。

64. 亨利·西蒙斯，《自由社会的经济政策》（芝加哥：芝加哥大学出版社，1948 年）。

65. 弗里德曼，“亨利·西蒙斯”，第 83 页。

66. 见弗里德里克·哈耶克所著《货币选择：一种终止通货膨胀的方法》，不定期出版物第 48 期（伦敦：经济事务研究所，1982 年）；罗兰德·劳布尔，“自由货币竞争”，经济事务研究所档案 113（1977 年），第 435～459 页；理查德·廷伯莱克，“1980 年货币控制法案的立法建设”，登载于《美国经济评论》75 卷第 2 期（1985 年 5 月），第 97～102 页；里兰德·叶格尔，“放松管制与货币改革”，《美国经济评论》，第 75 卷第 2 期（1985 年 5 月），第 103～107 页；劳伦斯·H. 怀特，《不列颠的自由银行业：理论、实践与争论》（纽约：剑桥大学出版社，1984 年）；乔治·塞尔金，《自由银行业理论》（新泽西多特华：罗万里特尔费尔德，1989 年）。而对中央银行业的辩护，参见查理斯·古德哈特的《中央银行演变》（剑桥：剑桥大学出版社，1989 年）。

67. “20 世纪 90 年代以后世界货币储备的崛起”，Conjuncture，第 26 年第 9 期（1996 年 10 月），第 2～12 页。

68. 帕斯科·布拉斯克，“美国 .com 的信贷泡沫”，Conjunture，第 29 年第 4 期（1999 年 4 月），第 12～21 页。

69. 格雷西拉·卡明斯基与卡门·莱因哈特，“孪生危机：银行与国际收支问题的原因”，《美国经济评论》（1999 年 6 月），第 433～500 页。

70. 盖耶、罗斯托和斯沃茨，《增长与波动》第 1 卷，第 300 页。

71. 胡格斯，《经济波动》，第 12 页。

72. 前引文献，第 261 页。

73. 艾尔默·伍德，《英格兰关于中央银行控制的理论：1819～1858年，现代程序分析》（麻省剑桥：哈佛大学出版社，1939年），第147页。

74. A. 安德雷斯，《英格兰银行史》（伦敦：P.S. 金，1909年），第356～357页。

75. 沃思，《金融危机》，第463页。

76. 前引文献，第515～551页。

77. E. 维克多·摩根，《中央银行业理论与实践：1797～1913年》（剑桥：剑桥大学出版社，1943年），第184～185页。

78. O. M. W. 斯普拉格，《全国性银行危机史》（1910年；重印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1968年），第241页。

79. 吉本斯，《纽约银行》，第375页。

80. 盖耶、罗斯托和斯沃茨，《增长与波动》第1卷，第205页。

第五章　欺诈的出现

探讨欺诈与其他白领犯罪问题也许会使我们偏离对经济过热、经济恐慌以及最后贷款人的经济分析。但是这类分析也不能脱离这个问题。商业和金融犯罪与违反法律和道德规范的交易是紧密联系在一起的，尽管有时法律和道德规范的范围相当模糊。同时，欺诈和被欺诈的倾向同经济繁荣时期的投机倾向相当。在经济崩溃与恐慌中，市场参与者四散溃逃，为了挽救自己，他们更多地进行欺诈。而欺诈、偷窃、贪污和欺骗的曝光又往往成为爆发经济恐慌的信号。

正如金融危机的其他方面一样，我们对欺诈的分析是定性的，而这次又有了更好的借口：由于对欺诈的统计不完全，因此所暴露出来的事件仅仅是冰山的一角。

渐渐地，越来越多的欺诈以及和破产相关的问题进入了理论经济学领域。其中的一些分析使用了欺诈者原名，如查理斯(卡罗)·庞兹。例如，“庞兹融资”被明斯基定义为一种所付利息超过了业务运作现金流的金融业务。[1]其他理论家指出，一个借款人如果在债务市场上具有一定的价格控制能力，那么他就会从事“庞兹融资游戏”，也就是说，发新债来还旧债。[2]这方面的理论家，马丁·赫尔威格（Martin Hellwig）区分了商品市场、货币市场与资本市场，他指出，进行商品交易的投机者不必担心有破产的风险，但货币和金融市场的参与者则有这方面的担心。这个观点太过偏激了。当商品价格急剧下跌时，商品抵押贷款的债务人违约，面临困境，他们不会或不能清偿贷款。此外，商品欺诈不能做到不为人所知，正如20世纪30年代末期的麦科逊·罗宾斯（McKesson Robbins）所说，当时，用做商品抵押的仓库收据被人们发现是由得克萨斯的投机家比利·索尔·艾茨（Billie Sol Estes）伪造的；此外，20世纪60年

代，美国快车沙拉油欺诈事件也被人们发现，当时“运输车上装满了油，除了顶上装的是水。”[3]

应将欺诈同普通的抢劫和贪污区别开来。丹尼尔·德福（Daniel Defoe）认为，同高速公路的抢劫者相比，股票交易人员的欺诈行为要恶劣1万倍，因为他抢劫的是他认识的人，而且逃跑起来不会“有伤风化”。*[4]在白领犯罪领域，欺诈则应同贿赂有所区别，不管是政府官员被企业贿赂，还是某个企业工作人员被另一个企业贿赂，它们都应与欺诈区别开来。我们比较感兴趣的非法交易或不道德交易，包括错误代理或违反一项明确或隐性的信托关系。这里所说的信托关系不是指人类与上帝之间的关系，也不是指公民和国家之间的关系，而是指特定集团之间的关系。

雅各布·范·克莱文伦（Jacob van Klavaren）的一系列文章讨论了历史上的贪污事件。[5]他主要关注的重心包括贪污在市场交易，在以什么方式完成一件有利可图但被禁止的事情上，在黑市交易，或者仅仅是在不诚实方面的表现，而克利夫（Clive）或哈斯汀斯（Hastings）两位学者却对印度的抢劫十分感兴趣。另一方面，他还讨论了皇家非洲公司和东印度公司的系统性欺诈现象，在这两个公司里，内部人通过与他们自己控制的公司签署合同，侵占了本属于股东的利润。1873年，美国的信用流动公司（Credit Mobillier）也以同样的方式将本属于太平洋联盟股东的利润，挪用到马萨诸塞州国会议员奥克斯·阿姆斯（Oakes Ames）经营的内部集团里，以及他的一些国会关系企业和商业关系企业中。德雷（Drew）、费斯克（Fisk）和古尔德也以同样的方式侵吞了艾里（Erie）铁路。[6]

---

* 守财奴佩利·葛朗台对破产也持同样的轻蔑态度：“倒闭……就等于从事偷窃，不幸的是，法律保护这种偷窃……做一个高速公路上的抢劫者也比破产强：别人攻击你，但你可以保护你自己，这一个攻击者拿自己的生命来冒险；但另一个……”，参见巴尔扎克的《尤根·葛朗台》一书，W. 渥默利翻译（波士顿：罗伯茨，1891年），第115页。在其《巴尔扎克，人类喜剧中的经济与社会现实》一书（巴黎：科林，1961年）中，让·赫夫·唐纳德专门用一章“危机、欺诈”强调了投机、危机、欺诈和破产之间的联系，该章紧随“投机”一章。一个世纪以前，D. 莫里斯·埃文斯这位1848年和1857年不列颠经济恐慌年代史编者，写了一本题目类似的书：《事实、倒闭和欺诈：金融、商业犯罪的暴露》（伦敦：格鲁明布里奇和森斯，1859年）。

本书关注的重点主要集中于金融市场，集中于董事对股东的欺诈，证券发起人，包括经纪人、投资银行家和承销商对投资者的欺诈，雇员对企业的欺诈，以及汇票署名虚假，开票人出具的票据上收款人姓名虚假的情况。

道德行为与不道德行为的分界线是一条波动的曲线，令人高兴的是，随着时间的推移，该曲线也日益清晰。正如格尔斯陈克隆（Gerschenkron）所说，新生事物与旧的落后的东西在许多方面都可以被区分开来：[7]在此，一个重要的因素是道德规范。在经济发展的早期阶段，诚实与相互信任准则仅适用于家庭内部。在这种情况下，裙带关系十分有效，因为陌生人实际上意味着持有了偷窃的许可证。1720 年，企业一般可以买到个人的服务，但买不到他对企业的忠诚；当盗用与欺骗不被视做犯罪时，被雇成为一家企业的工作人员就相当于收到从事一项新的竞争性业务的邀请。[8]当时，在业务与盗窃、商业与掠夺之间并不存在明确的分界线。[9]哈蒙德注意到，直到 1799 年，政府官员借入银行资金才被定义为非法，[10]但早在 1720 年，众议院就曾对南海泡沫进行过调查，它认为南海公司的董事将公司的资金借出，投资于公司股票，这种违反规定的有罪行为将导致投资者失去自己的房地产。[11]

一位金融记者为杜撰的庞兹自传题写了前言，他将 1920 年和 20 世纪 70 年代进行了平行类比，认为欺诈是通货膨胀的产物，因为通货膨胀时期，生活成本上升，家庭预算紧缩，许多居民为了增加收入而冒险。[12]另外一个多少有些不同的观点认为，在不存在“可以避免的疏忽”的情况下，不稳定的投机实际相当于赌博，它向沉溺于赌博的赌徒提供了工具，使得他们即使知道有可能失败仍坚持进行赌博。[13]同时，人们对是否应将欺诈也纳入“可以避免的疏忽”还不太清楚。愤世嫉俗者也许会赞同费尔兹（W.C.Fields）所说的“你不能欺骗一个诚实的人”，认为欺诈行为的受害者主要应责备自己。正如蒙德斯·弗尔特（Mundus Vult）所说：“如果这个世界愿意被别人欺骗，那么，就让它被欺骗吧。”[14]我被告知，从精神病学的角度来看，欺诈者与受害者的关系是一种被捆绑在一起的共生关系，是一种又爱又恨、相互满足并相互依赖的关系。

20世纪末，伦理问题日益突出。一方面，人们开始讨论日益明显的“代理问题”，即在一个利己的现实世界中，如果不会被抓住，或即使是被抓住所受到的处罚也不会大于其收益，那么，代理方就存在为自身利益欺骗委托方的倾向。[15]另一方面，也许是对相应的裙带关系的反映，各商学院和法学院纷纷开设了，有时是应校方要求开设了越来越多的伦理课程，仿佛道德是人们可以学习并像代数一样可以运用的东西。在这些学院中，哈佛工商管理学院就已得到价值2,000万美元的慷慨资助，以帮助它开设有关课程并聘用教授来讲授和从事伦理行为方面的研究。

欺诈与经济周期

我们认为欺诈是由需求决定的，它遵循着凯恩斯的需求决定供给的法则，而非萨伊的供给自行创造需求的理论。在经济繁荣时期，财富被不断地创造出来，人们的贪婪欲望也随之增大，欺诈者便应运而生。这种状况有时也被描述为很多绵羊等着人们来剪毛。欺诈者一旦出现，他们就献出自己作为牺牲品：“每分钟都有一个吸血鬼诞生。”在《小杜丽》一书中，官僚机构的费迪南·巴内克告诉阿瑟·克莱泛姆，“下一个很具欺诈能力并极愿进行欺诈的人仍会成功”，而后者本来希望梅德尔先生欺诈行为的败露能够警告容易受骗的人们。*

贪婪不仅造就了被专业骗子欺骗的吸血鬼，而且促成了一些业

---

* 狄更斯的现实主义非常适用于偷盗、工厂和债务人监狱，但不能适用于欺诈，在这一点上，特洛普、巴尔扎克和佐拉都远胜于他。他不断嘲笑梅德尔先生，“一个享有世界性声誉的名字”。他“巨大的”筹资活动“带给他这样大一笔金钱，以至于人们认为这笔资金具有全国性的利益……该时代的一个人……该时代的名字”，但狄更斯从来没有谈到他到底做了什么或什么因素导致了他的失败（对于懂法语的人来说，狄更斯对欺诈的不感兴趣隐含在梅德尔先生的名字里）。在《我们今天的生活方式》一书中，特洛普不仅仔细描述了梅尔莫特先生在盐湖城大力推介维拉克鲁兹铁路股票的行为，还描述了他由于没有足够的现金维持其股票价值并保证他生活质量时的欺诈行为。《小杜丽》则诞生于1847年的铁路投资热潮中，但该热潮实际是自己表现出来的，而非被描绘出来的。

余选手从事伪造、偷窃、盗用公款以及其他类似的滥用职权的欺诈行为。在欧文伦德·吉尼公司转让事件中，这家“处于困境中的企业”的原合伙人退休，该企业面向公众募集资金。企业内部的一个时髦人物以一年 5,000 英镑的价格聘用了一个外部人为顾问，每年预付聘金，后来这笔资金又返还给内部人，最后，该企业被搞垮。这位时髦人物就是 D.W. 查普曼，作为一个内部人，他养了 10 匹马，在海德公园王子门处大肆挥霍享乐。他的外部顾问爱德华兹·沃特金斯，原来是一名会计师，建议他从事所有新品种面包与黄油的折扣批发业务：投机于谷物、钢铁生产、造船、船运以及铁路融资。该企业最后成为“资金被搁死的业务和投机业务的合伙人”，而爱德华兹则对所有的业务都收取手续费。到 1860 年底，该企业每年的折扣批发收入达 20 万英镑，但该业务的年净亏损额却高达 50 万英镑。[16]由于一家不相关的铁路合同企业，即华生欧文伦德公司[17]的倒闭，该企业泡沫破灭（类似地，据说在 1931 年 5 月维也纳信用银行倒闭后，由于不了解奥地利和德国经济之间的差别，一些作为投机者的投资者挤提德国银行存款）。

在虚构的小说世界里——即巴尔扎克的小说《改邪归正的梅莫特》（*Melmoth réconcilié*）——可以与查普曼媲美的是卡斯塔尼埃，他是银行出纳，其情妇阿圭娜·德·拉·盖德女士十分喜爱昂贵的银器、亚麻制品、水晶和地毯，同时，所有无法满足情妇的这些嗜好也都证明了他的无能。有一段时间，他靠发行本票渡过了难关。当最后他不得不清算债务，无钱可付时，他本可离开德·拉·盖德，从而得救，但他很难放弃她。最后，由于债务不断增加，利息负担沉重，他已经不可能继续玩弄他的财务小把戏，因此，不得不申请破产。即使走到这一步，他仍然进行假破产，将其黑手伸向了银行的钱柜。[18]

我们姑且假定在经济繁荣时期，欺诈会增多。而由于信贷体系步履维艰、价格停止上涨并开始下降，金融体系处于危机之中，欺诈会进一步增加。庞兹反对其同事让其携款逃跑的建议，但之后，这些人反过来又欺骗了他。[19]其他的欺诈者也未能逃过这一命运。他们都成为了奥古斯图·梅尔莫特的榜样，他是特洛普《我们现在

的生活方式》书中的欺诈者，他在他持有的墨西哥铁路股票价格下跌，不可能出售该股票筹集现金时伪造了转让证书与契约。[20]南海公司的约翰·布朗特、通用联盟的邦托克斯、达姆斯塔德国民银行的雅各布·沃瑟尔曼以及信用银行的董事们在股票价格下滑时，都曾试图购买自己的股票来支持股票价格，以便以后出售更多的股票。应该注意的是，一家银行购买自己的股票会迅速削弱其现金存款比率和资本存款比率，因为短期内，尽管存款总量不变，但这样做会导致公开市场上的现金和资本规模紧缩。甚至英格兰银行也有一次以自己的股票作为抵押发放贷款，那是在 1720 年。但克莱泛姆认为，英格兰银行并没有卷入对南海公司疯狂而“绝对不诚实”的融资活动中。[21]

一旦欺诈和偷盗行为被曝光，市场上将出现混乱，并往往引起突发性崩溃与恐慌。1772 年，亚历山大·福德斯从伦敦潜逃至欧洲大陆，留下他的合作伙伴不得不履行——如果能够履行的话，实际上，他们根本没有能力履行——55 万英镑的债务，其中大部分是艾尔银行可疑的承兑汇票。福德斯个人曾拥有东印度股票的卖出期权，该股票一度短暂上升，不过已足以使他了结他的债务。[22]1857 年 8 月 24 日，俄亥俄人寿保险信托公司的一名出纳员被发现几乎偷盗了高信誉企业的所有资产来维持他在股票市场上的运作，这一事件引起了利物浦、伦敦、巴黎、汉堡和斯德哥尔摩等地的强烈反响。[23]1929 年 9 月，哈特里王国在伦敦解体。该王国原来拥有在相纸供应、相机、自动售货机及小额贷款等领域的一系列信托公司和经营企业，克莱伦斯·哈特里（Clarence Hatry）试图下赌注，将所有这些业务合并为钢铁行业更大规模的经营集团。结果发现他在借入 800 万英镑购买联合钢铁公司时，试图使用虚假的抵押物，这一企图的失败导致英国货币市场银根紧缩，银行纷纷抽回在纽约市场上的同业贷款，结束了股票市场高涨的局面，并导致同年 10 月的大崩溃爆发。

泡沫与欺诈

泡沫也许就是欺诈，也许不是。密西西比泡沫不是欺诈；而南

海泡沫却是。但不管是泡沫还是欺诈，一般都起源于一个明显合理或至少是合法的借口。在密西西比泡沫中，这一借口是西部公司（Compagnie d 'Occident），法律体系要求对其增收全国性的农业税和银行税。约翰·罗曾拥有普莱斯文多姆（PlaceVendôme）地区近三分之一的地盘，加上在巴黎的其他房地产，他至少拥有一系列坐落在乡村的不动产，但其数量还没有大到让人们认为其欺诈只是一个错误的地步，在此，有两大错误看法：（1）股票和债券就是金钱；（2）当需求增大时，发行更多的货币不具备通货膨胀的性质，这往往是银行学派会犯的错误。[24]在南海泡沫事件中，对南大西洋贸易的垄断纯粹是偶然的——但这也并非没有争论。[25]很快，英国政府紧缩债务，影响了南太平洋企业的贸易，同时它们的股票操作也很快影响了政府债务。约翰·布朗特及其内部人精心设计来为自己谋利。他们试图以贷款作抵押，向自己发行股票，同时这笔贷款本身又是以股票为担保的，这相当于随意发行股票。随着资本收益的实现，这些收益被转换为不动产，同时，布朗特签署了六个合同，同意在该股票崩溃时购买这些不动产，而一个叫瑟曼的人签署了这样四个总价值 10 万英镑的合同。为了支付利润，南海公司既需筹集更多的资本，又需使其股票价格保持持续上升。两者都需加速进行，正如连环信或庞兹骗局一样。

庞兹本人许诺以 50%的利率为条件使用 45 天存款，并以此建立了自己的套汇计划。在该计划中，人们在 1920 年可以较低的汇率在国外购买外国货币——持有外币以后就可以获得国际邮政联盟的赠票（post coupons）——之后，人们可以持这些赠票到美国以较高的固定汇率将其兑换为美国邮票。在这里，可以完全根据银行窗口的汇率进行计算。庞兹以此计划骗取了 790 万美元，当他在炎热的 8 月在波士顿的一家大楼里被逮捕时，他身上仅有相当于 61 美元的邮票和赠票，而此时正值南海泡沫破灭 200 周年。[26]

历史赋予庞兹先驱者们的名声并不是那么永垂不朽。例如，慕尼黑前女演员斯比泽德尔每年向巴伐利亚的农民以 20%的利率支付利息，榨取了他们 300 万荷兰盾，为此，她和她的助手们于 1872 年底被判长期监禁；普莱哈特是一位被开除的官员，他以

40%的利率从寡妇和孤儿们那里借入1,600便士，结果在股票市场上的运作不成功，最后在监狱里度过了6年。[27]

随着经济的日益繁荣和贪婪的递增，欺诈的借口越来越站不住脚，并日益接近虚无缥缈的泡沫。1720年和1847年（在大事记中它们往往是两大事件），这一类欺诈事件成千上万，但它们已被当时和以后的历史学家们的谣言所渲染。[28]例如，1720年，有人提议从事一项集资活动，其最大的优点是它只会在到期时被揭露。在该计划中，犯罪者每股收取2畿尼，筹集了2,000英镑，并一直将这一秘密保持到有一次他没有参加与投资者的会议时为止。[29]另一项欺诈行为是针对"Nitvender"的，也就是出售根本就不存在的东西。[30]而下述具有一定当期利益的项目正是妇女解放运动不成熟的范例：

几个女士和其他人提议，在英格兰制造、印制和染色印花布，并精炼亚麻布，使之与荷兰利用英国亚麻植物所提炼的亚麻布一样精细……她们像男人一样坚决，不接受任何男人，自己出资建立了一个股份合作企业，进行上述贸易。[31]

稍后一个阶段，股份公司的发起仍然与现实没有多少联系，这也正是历史学家和小说家共同指出的。"许多公司建立后并没有进行业务经营，铁路公司并没有道路和交通。"[32]"建筑企业像蘑菇一样迅速生长。其中的许多企业并不从事建筑业，而是投机于建筑地基。"[33]"石灰屋和罗思尔瑞特（Rotherihite）桥……根本没有必要修建这座桥；这可能不是我们要讨论的问题……但是如果众议院的一个委员会认为应该修建，他们可能安全地计算过能以高额利润将其出售。"[34]

企业财务困难会导致作假，因此损失可能会转嫁到其他人头上。举例而言，如果市场失误，一家利用客户资金买空卖空的投机商号就将逃债潜逃。南海事件中，当认购的新资金难以弥补已向贪婪的内部人支付的利润时，布朗特很不体面地为自己借入了南海公司的现金。[35]1861年，布莱施罗德（Bleichröder）称赞贝瑟尔·亨利·施特劳斯伯格（Bethel Henry Strousberg）"十分聪明；但他以新的冒险来补旧洞的做法十分危险，而且如果他遇到突发性障碍，

他的整个体系将会崩溃，在他的废墟之下，将埋葬上百万轻信的股东们。”[36]在这一点上，布莱施罗德是正确的。事情确实如此。德国另一位金融家，汉堡银行家古斯塔夫·高德弗罗伊（Gustav Godder-froy）在1873年由于投资于铁路和矿山股票，损失惨重，他不得不将其海外贸易公司的资金转移过来，支持他在股票市场上的头寸。[37]

这些不可救药的乐观主义者认为自己即将获胜，但结果却往往是再一次的失败，他们不断尝试，经常将赌注加倍，加大经营风险，同时其经营业务也较为可疑，或明显地从事非法活动。在距今不远的过去，美国银行已经可以从事证券承销业务，大通银行的阿尔伯特·威金斯（Albert Wiggins）和国民城市银行的查理斯·米切尔（Charles Mitchell）在已经由电报获知智利政府和秘鲁政府停止支付债券利息之后，仍然继续以原来的价格出售两国债券。[38]如果斯普拉格的翻译准确的话，荷诺斯（Horace）对此有着正确的理解：“赚钱；在尽可能的情况下诚实地赚钱；但在任何情况下都必须赚钱。”[39]约翰森·斯威福特（Jonathan Swift）对南海泡沫的描述也是同样的玩世不恭：

赚钱，钱就在那儿；如果可能的话，再考虑道德问题。[*][40]

关于这一问题，最后引述一下巴尔扎克的话：“最正直的商人以最坦率的方式向你描述最放纵的不道德行为：‘人们将尽可能地从一件坏事中摆脱出来’。”[41]

---

* 约翰·斯威福特在他的年代里（1677年出生）并不是唯一有此看法的人。本·约翰逊（1573年出生）曾写下类似的诗句：

赚钱，孩子们，继续赚钱；不管是用什么方法。

亚历山大·波普（1688年出生）也写道：

找到地位与财富，如果可能的话，还有体面；如果不行的话，以任何方式获得财富与地位。

这两段话摘自巴特莱的《家书》，1919年出版，第177页。我认为这三段话都极具讽刺意义。

贵族赌徒

大量文献对贵族赌徒和内部人进行了谴责，它们认为这些人将财务义务视做荣誉的债务，但在承诺其义务方面却远比其实际履行义务更为出色。[42]奥地利的贵族远比容克坏，后者至少公开蔑视金钱。爱德华·拉斯克尔（Eduard Lasker）认为“当外行进入这一领域时，他们甚至比专业的欺诈者还坏”。[43]佐拉《白银》一书中的戴格利蒙特将萨卡德送至马奎斯·德·博汉（Marquisde Bohain），帮助他建立他的通用银行：“如果他胜利了，他将钱装入自己的钱包；如果他失败了，他不会付钱。他们被称做是屈服于金钱的人们。”[44]而在小说和现实生活中，贵族们都希望在董事会里占有一席之地。沃思列举了“根本不具备相应的能力”，但却跻身于铁路、银行和其他工业企业董事会的奥地利王子、地主伯爵、男爵以及其他贵族。[45]为了控制通用银行，萨卡德任命了一位罗思爵士和一位拉夫尼尔爵士，前者完全服从于后者的领导，后者高大、金发、很有礼貌，总是批准所有的申请，紧盯着进入董事会。[46]《白银》的原形来自尤根·邦托克斯和通用联盟，通用联盟的股票认购者包括皇族、贵族和乡绅。[47]英国1848年10月的《经济学家》杂志将贵族和贵族统治排在一系列耻辱之首：

> 目前的屈服和沮丧只是愚蠢、贪婪、令人难以忍受的傲慢自大和轻率的必然报应，也是孤注一掷盲目赌博的必然报应，它丧失了贵族的体面，并影响到参议员、参议院和各种交易商。[48]

罗森伯格宣称，当奥地利和法国的贵族政府引导着贵族阶层追逐不动产时，柏林的官僚们成功地反对了这一运动在普鲁士的开展，他们注意到梅维森试图将一些伯爵纳入一家有5,000万第拉尔资本的银行董事会，但这一企图夭折了。他承认，容克投机于精神与土地产品，但避开了城市的股票认购。[49]也许1857年的情况是这样的，但有证据表明情况正好相反。在随后的10年里，将金钱视做邪恶的看法在德国日益削弱。铁路融资，包括在德国内部的融资和斯特拉斯伯格在罗马尼亚的市场操纵行为，都随着丑闻的爆发而淡化，贵族统治达到了顶峰，实际上它已经渗透进普鲁士内

部了。[50]

被贿赂的新闻界

一般情况下，投机往往得到新闻界的大肆渲染，但有时也被新闻界阻碍。大部分的新闻宣传是为投机作广告，也有一些批评投机，有的两者兼具。当1719年南海泡沫中南海公司的股票价格仅为120时，丹尼尔·德福严厉地指责股票经纪商，而当1720年8月该股票价格达到1,000的顶峰时，他又反过来为其辩护。[51]他向那些认为他为皇家非洲公司写作的人表明了他“公正的蔑视”，指出，他已经出售所持有的这一股票；但一位现代批评家得出的结论却是他要不就是继续持有了该股票，要不就是受雇于该公司专门攻击那些与其垄断势力竞争的交易人。[52]一个世纪以后，富有责任感的新闻业已在英国成长起来，但法国的新闻业仍处在低级发展阶段。例如，1837年，一位法国新闻记者写道：“给我30,000法郎作广告，我可以负责为那些我能想像出来的最糟糕的企业募集股份。”[53]拉斐特出资办起了报纸。[54]有500位新闻记者为里昂银行的查理斯·萨维利夸张地唱起了颂歌，其采用的方式往往是新闻发布，其中很大一部分是有报酬的，这些颂歌似乎就是记者们自己编撰的故事。[55]新闻界往往通过煽动投机热潮来取悦于银行、股票交易所和公众。[56]当时，布莱施罗德十分谨慎，力图避免引起市场猜测和直接进行不恰当的表态，但他拥有几大综合报纸和金融报纸，并雇佣了新闻记者。1890~1891年，他曾出资资助保罗·林道（Paul Lindau）前往墨西哥，后者写了34篇有关墨西哥的文章和一本书，但没有提到他与布莱施罗德之间的关系，而那时的布莱施罗德正在柏林市场上出售墨西哥债券。[57]总而言之，19世纪的欧洲大陆上，关键的新闻业发展缓慢。

另一方面，19世纪90年代，美国的查理斯·泰森·伊尔克斯（Charles Tyson Yerkes）是芝加哥有轨电车业的巨头，他一直被新闻界追逐，并生活在对新闻界的惧怕之中。西尔多·德雷西尔（Theodore Dreiser）杜撰了他的自传，如果我们能够相信这个自传

的话，那么，伊尔克斯一直在合法与不合法的边缘上经营，有时甚至超越了这一界限。被新闻界长期追逐报道使得他认为有必要建立一个正面的公众形象，因此，他向刚刚成立的芝加哥大学捐献了一座天文台，从而达到了这一目的。这个很具公众性的礼物帮助他恢复了他原来较差的形象，并得以在欧洲出售他的有轨电车债券。[58] 但新闻界最终还是将他驱逐出了芝加哥。[59]

在向有着大量投资者的世界兜售某一只股票前先向朋友们透露信息是一个古老的诡计，但在今天，它和根据内幕信息买卖股票的行为一样，已经更容易被人们发现了。目前，人们开始利用计算机程序分析在一则可能影响股票价格的消息公布前，股票的可疑变动。这一技术的运用导致了华尔街消息报专栏作家威利斯被逮捕了，他提前向一位朋友透露消息，从中渔利；导致了前国防部副部长泰耶的被捕，他告诉了一位朋友有关他担任董事的一家公司即将发生的事情，而这位朋友又根据这一消息进行投机；导致了美林证券一位年轻的伦敦经纪人的被捕，他被控在《商业周刊》发表前，从隔壁的印刷商那里购买信息。一旦放松跟踪内部信息交易的行为被发现了，一些提前掌握了信息的无赖将给其他地方，如苏黎世的一位经纪商打电话，而不是通知其当地经纪商。由于市场容量有限，苏黎世的这家经纪商就会推迟执行其在伦敦或纽约的大笔交易，直到那里的经纪商有所警惕，也推迟执行交易，以查看一笔大额而可疑的订单是否是由于消息泄露而产生的。

可疑做法

金融犯罪的形式多种多样。除了直接的偷窃、颠倒黑白和撒谎外，还有许多做法接近法律底线：包括将资金从规定用途挪用至另一个用途，以资本以外的资金支付红利或借款支付红利，以内部信息交易公司股票，在新的信息充分披露之前出售证券，将公司资金用于非竞争性购买内部人贷款，接受订单但不执行，改动公司账簿，等等。人们还可以继续列举大量犯罪行为。在 1846 年的铁路投机狂潮中，某一位著名人物采用了上述大多数的做法。

乔治·胡德森（George Hudson）曾经是四大铁路公司的董事会主席，因此他错误地以为可以凌驾于法律之上，而他那些权力较小的竞争者们却必须受到法律的约束。他的账务一团糟，而且很可能的是他自己并不清楚他已经挪用了属于约克铁路和中北高地铁路的股份或资金。作为个人，他与许多不同的企业签署了合同，他自己也正是这些企业的官员，从而直接触犯了公司整顿法律条款。他将东部国家铁路的红利从2%提高到5%，而此时正值账务结算之前，然后，他修改账目以证明这些红利支付是合理的。他还用资本以外的资金支付约克铁路和中北高地铁路的红利。在约克郡、纽卡斯尔和伯维克等地，他也采取了类似的做法。面对人们的指控，他为自己的经营方针辩解，声称他曾经拿出个人的资金用于修建铁路，扩大铁路网。风险是他自己的，他也有权享受最终应得的利益和其他担保方应得的利益。列文在其所著的《铁路热及之后》一书中讨论了这个观点，他指出，胡德森开始使用他自己的交易权威绝对有利于公司利益，但这在法律上多少令人质疑，也结束了英国铁路网络建设中十分辉煌而有益的一个职业。胡德森是他那个时代里铁路世界中最伟大的人物，自那以后，没有人掌握了这么大的权力。[60]

随后的十年里，一个远没有这么有趣和强有力的人物是美国的罗伯特·舒勒尔（Robert Schulyer），他是革命将军菲利普·舒勒尔的孙子。罗伯特·舒勒尔是纽约和新黑文、纽约和哈勒姆以及伊利诺伊中央铁路（一段时间中）的董事会主席。他曾被一位作家称做是“彬彬有礼的骗子”，于1854年带着几乎多达200万美元的现金潜逃至欧洲，而这笔钱正是他欺诈性地出售了纽约和新黑文的股票后私自留下的。范·弗莱克认为美国1857年的危机正是由于舒勒尔携款逃跑的消息公布后，英国金融界纷纷撤回资本所突然引发的。但实际上并非如此，而是恰恰相反。舒勒尔于1853年辞去了伊利诺伊中央铁路董事会主席的职务，但其对纽约和新黑文公司的欺诈引发了无知的投资者大量出售伊利诺伊中央铁路的股票和债券。该股票价格急剧下跌，债券价格也于1855年8月从原来接近面值的水平下跌至仅为面值的62%。而这正是英国投资者正在寻找的机会。他们大量买进。到1856年2月，债券价格回升至面值的

90%。欧洲持有了该企业40,000股以上的股票，相当于1,200万美元债券总额的七分之一。[61]与以往一样，在此，外国人是否买卖了某证券的问题并未转变为这一消息是怎样影响他们的，而是转向与国内投资者相比，他们是怎么反应的这一问题。因此，可以将舒勒尔与1854年9月的经济恐慌联系在一起，但不能把他和1857年的危机联系在一起。[62]

20世纪20年代的十年，在美国被称做是“世界上不正当高融资最伟大的时代”。[63]这期间最臭名昭著的欺诈者包括哈罗德·罗塞尔·辛德（Harold Russell Snyder）。对他来说，偷盗似乎是把他从股票市场崩溃的困境中解救出来的唯一途径；阿瑟·蒙特葛梅利（Arthur Montgomery）则以最真诚的方式向庞兹献媚，游说他组织一个外汇投机计划，可以在60天内挣得400%的利润，当然，他将会拥有几乎所有的盈利；还有一直追求知名度的查理斯·鲍勃（Charles Bob），他向比尔德南极考察队捐献了价值10万美元的物品，因此获得了知名度，并获得了叫海军上将“狄克”的权利，这帮助他推销了自己的航空股票，该股票在1927年林德伯格逃往巴黎以后经历了一次短暂的繁荣。[64]

20世纪的20年代造就了大量具有纪念意义的欺诈范例，或是被称做欺诈的范例，这些范例中较为重要的也许是美国银行（Bank of the United States）的破产、克鲁格尔（Kreuger）和托尔（Toll）的破产，以及萨缪尔·英苏尔（Samull Insull）的中西公用事业设备控股公司的破产。在对1929～1933年纽约股票市场的描述中，巴利·维格莫尔（Barrie Wigmore）认为，当英苏尔逃离美国躲避审判时——因为后来被宣判无罪的罪行——他的声誉受到了难以弥补的损害。维格莫尔宣称英苏尔是一个精明的公用事业设备公司经理，他一直从事企业收购活动，以数倍于净财富的价格收购了那些经营不善的企业。这样，其控股公司债务如山，负担沉重，当大衰退来临时，公用事业设备遇到问题，共同股股权已基本无利可图。[65]此外，维格莫尔还小心翼翼地评价了纽约银行及其附属证券机构的市场实践。大通银行的阿尔伯特·维金斯享有“华尔街上最受欢迎的人”的声誉，但一项参议院的调查发现，他以自己的银

行、分支机构和客户为代价偷窃，使得他的好名声一落千丈。国民城市银行的查理斯·米切尔和其证券附属公司国民城市公司也从事大量证券市场业务，其业务经营以内部信息为基础，他们总是能够了解到相关公司的利润正在急剧下滑，或外国政府已经停止支付其债券利息[66]这样的信息。

20世纪90年代下半期，美国经济极度繁荣，造就了大量欺诈、作假、判断失误或是道德沦丧的行为。[67]本书的第三版曾提供了20世纪上半期到80年代末的一系列范例。其他一些作者的著述则向我们提供了更多的实例。[68]第三版中所提及的一些人名由于遭到法律的制裁、出狱、上诉或是转向公众寻求支持而再次被新闻界提到。这里我再列举一些新的范例。

阿尔巴尼亚：又一项庞兹计划，它承诺向投资者提供每月30%的回报，于1997年1月随着一系列东欧国家类似计划的败露而崩溃，这些计划包括1994年俄罗斯的三M融资计划，当时曾融资10亿美元。[69]

银行家信托公司：1999年3月，由于将根据法律本应上交国家的1,910万美元无名存款转移至自己的账户，在交还了这笔存款的同时被处以6,350万美元的罚金。旧金山的美洲银行于1998年也由于类似罪名被处于18,750万美元的罚金。银行家信托公司全球资产部负责监管无名存款的布鲁斯·金顿被迫辞职。[70]

贝尼特（Bennett）融资集团：一家小型办公用品租赁公司，向10,000多位投资者出售了价值15亿美元的租赁合同，并以这些合同作为向银行借款的抵押。肯尼思·卡萨拉扬，这家公司的高级副总裁，将这些钱用于奢侈的个人生活，包括赌博，损失惨重。这家公司于1995年破产。1997年4月，卡萨拉扬被控欺诈罪名成立。[71]

罗伯特·布鲁南：新泽西的慈善家和赛马爱好者，同时也是新泽西第一证券的创始人，被控于1988年至1995年期间向投资者欺诈资金达3亿美元，所采用的手段是高压战略与操纵账目。1999年6月他同意向新泽西政府交付1亿美元来平息对他证券欺诈的指控，并接受终生不得从事证券交易的处罚。[72]

布莱克斯（Brex）矿山有限公司及其副总裁约翰·费尔多夫于1999年5月11日被安大略证券委员会指控进行内部交易，并伪称在印度尼西亚发现了金矿。他们于1996年6月20日和1997年2月17日分别再次宣称其在印度尼西亚所“发现的”金矿可能拥有达7,000万盎司的黄金，从而吸引了超过40亿美元的资金。该丑闻的暴露引发了加拿大历史上最大的金融丑闻。[73]

大和证券交易商Takashi Fujisawa在自白书中承认，在1995年以前的11年里，他在美国债券交易中共损失11亿美元，并通过出售某些客户的证券来弥补损失。他在日本被判入狱四年，在美国被判支付2,600万美元的罚金。[74]

马文·富兰克尔（艾立克·斯蒂文斯和大卫·罗西）被控抢劫7家保险公司的20亿美元。富兰克尔住在康涅狄格格林威治的一幢奢华别墅里，养了许多年轻女孩，并雇佣了许多仆人。1999年5月，他逃离美国，最后于当年9月在德国汉堡被抓获并入狱，等候被遣送回美国。[75]

A.S.Goldman公司，新泽西的一家经营公司，1999年7月8日被起诉，罪名是合伙进行证券欺诈，欺骗了投资者近1亿美元。[76]

日本财政部与日本银行：1998年3月，当两家机构的工作人员向银行透露它们即将被调查时，一系列以前的丑闻被揭露了。财政部四名工作人员被逮捕，其上司Yoichi Otsuki在耻辱中上吊自杀。3月，日本银行行长由于两名职员的错误行为而辞职，并以透露货币政策决策信息的罪名被逮捕。[77]

亨利·里昂斯，National Baptist Convention的前任总裁，1999年6月18日被判入狱5年半，罪名是欺诈、逃税和制作假报表。他挪用、欺诈的资金金额高达400万美元，并将社会捐献的用于重建毁于大火中教堂的资金也挪为己用。[78]

劳伦斯·里夫林，华盛顿律师，1999年6月8日被指控欺诈投资者620万美元。在此之前的两个月，一位联邦法官判决里夫林偿还一家厄瓜多尔慈善团体1,600万美元，这家团体曾向里夫林投资1,700万美元。[79]

Sumitomo 公司：1996 年 9 月宣布，该公司职员 Yasuo Hamanaka 在铜期货交易中发生高额亏损达 26 亿美元，而不是在 6 月所报告的 18 亿美元。1999 年 6 月 3 日，该公司宣布起诉瑞士联合银行赔偿 2.3 亿美元，大通曼哈顿银行 5.32 亿美元，还起诉了 J.P. 摩根公司。对大通曼哈顿和摩根的起诉金额达 10 亿美元，起诉原因是它们明知 Hamanaka 缺乏公司的授权还向他发放贷款。1998 年 3 月，Hamanaka 在东京被判入狱 8 年。[80]

银行的诱惑

想到过去一个世纪以来，各种非法活动已有所下降，就令人愉快，比如新闻界没有那么容易被收买，它们更加负责，随时准备揭露非法行为。但要确信这一点很难。正如已经指出的，现实中往往缺乏坚实的统计资料来支持自己的判断。在马丁·迈耶（Martin Mayer）的《银行家》（*The Banker*）中，对贪污、欺诈等行为的防范并非像詹姆斯·吉布森 1859 年所做的那样，这一点令人难过："进行欺诈的银行可能不会有这样现存的一个记录，即犯罪者昨天不诚实。"[81]吉布森还重点补充道："读者们会认为在整个体系中存在着一个特殊的特征，那就是对欺诈的担心。"[82]

上面所列举的清单与本书第三版不同，但证实了吉布森 1859 年所说的话在今天仍然是真理。银行和银行家们被认为是诚信的化身，但银行向长期资本管理公司无休止地发放贷款，银行家信托公司对衍生产品和无名贷款可怕的处理方式，以及纽约银行为俄罗斯洗钱的行为表明，今天我们的标准并不比 20 世纪 20 年代高出多少。

罪恶的报应

欺诈者被发现后会做些什么？据报道，查理斯·布朗特，约翰·布朗特的弟弟，同时也是南海公司的内部人，在 1720 年 9 月面对"一些对他不满意的意见"割断了自己的喉咙；查理斯·包查德（Charles Bouchard），是列克拉克银行，一家在未获授权的房地产

投资中亏损的日内瓦小银行的退休经理，于1977年5月被发现死在雷蒙湖畔，很明显是自杀。精神病学家认为，在这种情况下的自杀主要是由于自杀者认识到以往行为的非理性，因而难以忍受自我尊严的丧失。现在人们理解了1929年10月，华尔街上的股票经纪人在面临破产时跳窗自杀的现象。[83]自杀人数的增多也是奥地利1873年经济崩溃中的一个传说。[84]但不管怎样，确实有这样的反应：

于是，在42岁英年死于自己之手（已在汉普顿·海思公司担任了一定的职务的约翰·萨第尔（John Sadleir）成为了这个国家（英国）或其他任何国家曾经有过的最为伟大，如果不是最为伟大的，那同时也是最为成功的欺诈者。[85]

（在这种情况下，伟大和成功似乎是他们所具有的奇怪的特征）另外，我们还可以列举1888年的邓弗特—罗切劳（Denfert - Rocherau），伊维尔·克鲁格（Ivar Kreuger）。[86]但自杀在小说中也许更为常见。在此，有两个现成的例子，在狄更斯的《小杜丽》（*Little Dorrit*）中，梅德尔先生用一把玳瑁的铅笔刀在公共澡堂里割断了自己的喉咙，在脱勒洛普（Trollope 's）的《我们今天的生活方式》（*The Way We Live Now*）一书中，奥古斯图·梅尔莫特在其俱乐部里用氢氨酸自杀。

自杀是退出的一种方式，而逃跑则是另一种。这里最重要的例子就是罗伯特·奈特（Robert Knight），他篡改了南海公司的账目然后潜逃至欧洲大陆，又从安特卫普监狱里逃出，准备在巴黎东山再起。[87]罗伯特·维斯科逃到了哥斯达黎加。而欺诈了里昂信贷银行的查理斯·萨维利却死在加拿大。尤根·邦托克斯在流亡5年后又回到了巴黎，他试图利用法国法律中的漏洞，那里的法律规定在判刑5年内尚未实施的监禁条款将自动中止。[88]差不多一个世纪以前，阿兰德·约瑟夫也出现了类似的情况，他于1763年破产，结果陷入了金融困境，最后导致了德纽夫维尔兄弟公司于7月25日破产，引发了同年的经济恐慌。阿兰德·约瑟夫带着60万荷兰盾，乘着一辆六驾马车离开了阿姆斯特丹，去往荷兰的自由城市克鲁伦伯格，在这里，他可以豁免于进一步的法律制裁。在他身后的阿姆斯特丹，他留下了100万荷兰盾的债务。[89]

什么才是惩治金融欺诈，也就是惩治白领犯罪的适当措施？作为一个经济学家，我没有资格讨论这个问题。但是，我不得不提醒人们注意我们前面的三次建议，或至少是提到的处罚。在南海泡沫时期，众议院成员之一的莫尔斯·沃思在一次被卡斯维尔称做荒唐的演讲中，提出议会应宣布南海公司的董事们犯下了叛国罪，并对他们处以古罗马时期的处罚，即将他们缝进麻袋里，装入一只猴子和一条蛇，然后溺死。[90]这个建议在德莱塞（Dreiser）的小说《巨人》（*The Titan*）中得到了反映。在该小说中，惩罚措施包括首先把罪人扼死，然后缝入麻袋中，但没有其他东西装入麻袋，最后将之扔进博斯普鲁斯海峡，这个惩罚措施是专门为了处罚欺骗了女朋友的人。[91]在此书发表之后四分之一个世纪完成的《万国之家》（*House of All Nations*）中，有一个人物指出，古老的苏丹原来惩罚不忠的妻子时就是将她捆入一个装有两只野猫的麻袋，然后将之沉入博斯普鲁斯海峡。[92]不管细节如何，尽管现代社会认为对白领犯罪的处罚太轻，但这些惩罚措施听起来都太过分了。

不论犯罪者以哪种方式被处罚，还是被宽容直到其寿终正寝，都不是本书要探讨的问题。我们关注的是欺诈、作假和贪污的揭露。这可以帮助世界了解到事情并不应该那样发展，现在是终止这些犯罪并审查事物本来面目的时候了。揭露犯罪行为十分重要，因为它可以作为狂热时期已经过去的信号，而揭露的方式可以是逮捕罪犯或罪犯的自动投降，或是坦白、逃跑或自杀等方式中的任何一种。这样，过度贸易阶段可能会告一段落。同时，它也意味着以信贷紧缩为特征的风云突变时期的帷幕已经拉起。

注释：

1. 海曼·明斯基，“脆弱的金融环境中的财务来源”，《挑战》第18期（1975年7/8月），第56页。

2. 马丁·赫尔维格，“破产的借贷模型”，普林斯顿大学经济计量研究项目，研究备忘第177期，1975年4月，第1页。

3. 见诺曼·米勒（Norman Miller），《沙拉油大欺诈事件》（纽

约：考沃德，麦肯，1965年)。

4. 丹尼尔·德福，《变革的分析》（伦敦：E. 史密斯，1719年)，第8页。同时参见让·卡泊尔有关违约的书，《没有一支枪》(纽约：格罗斯曼，1973年)。

5. 雅各布·范·克莱文伦，“腐败的历史”，《社会学杂志》，第44期（1957年12月)，第289~324页；第45期（1958年12月)，第433~469页，第469~504页；第46期（1959年12月)，第204~231页。

6.E. 莱·麦卡特尼，《1873年危机》（米尼波利斯：伯格斯，1935年)，第15页。

7. 亚历山大·格申克伦，《从历史的角度看经济倒退》(麻省剑桥：哈佛大学出版社，1962年)。

8. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》(伦敦：克莱塞特，1960年)，第13页。

9. 麦克思米兰·诺沃克，《经济学与丹尼尔·德福的虚构》（伯克利：加利福尼亚大学出版社，1962年)，第103页。

10. 布雷·哈蒙德，《独立革命到内战期间美洲的银行和政治学》(普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1957年)，第268页。

11. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第222~224页。

12. 威廉姆·谢普希德，《商业周刊》华尔街编辑，唐纳德·H. 多恩所著《庞兹：波士顿欺诈者》（纽约：麦克格罗—希尔，1975年）一书前言，第Ⅹ页。

13. 米尔顿·弗里德曼，“防范不稳定投机”，《最佳货币供应量及其他论文集》(芝加哥：艾尔丁，1969年)，第290页。

14. 麦克斯·文克莱尔（Max Winkler）在其《外国债券分析：对政府债券的违约和拒付的研究》(费城：罗兰德·斯文，1933年)一书第103页中引用。

15. 米歇尔·詹林（Michael Jensen）和W.H. 梅克林(W.H. Meckling)，“厂商、代理成本和所有权结构理论”，《财政经济学杂志》第5期（1976年)，第305~360页。

16.W.C.T. 金，《伦敦贴现市场史》(伦敦：乔治·卢特列奇与

森斯，1936年)，第246~255页。

17.E.维克多·摩根，《中央银行的历史与实践，1797~1913年》(剑桥：剑桥大学出版社，1943年)，第177页。

18.巴尔扎克，《改邪归正的梅莫特》(日内瓦：维伯版，1946年)，第45~50页。

19.杜恩，《庞兹》，第188页。

20.罗伯特·特雷西和安东尼·特洛普，《我们今天的生活方式》(1874~1875年；纽约重印：鲍勃—梅立尔，1974年)一书的介绍，XXV页。

21.约翰·克莱泛姆爵士，《英格兰银行：其发展历史》(剑桥：剑桥大学出版社，1945年)，第1卷第229页。

22.查理斯·威尔逊，《18世纪盎格鲁—撒克逊的商业和金融》(剑桥：剑桥大学出版社，1941年)，第170页。

23.乔治·W.范弗莱克，《1858年的经济恐慌：分析研究》(纽约：哥伦比亚大学出版社，1943年)，第65页。

24.艾尔·汉密尔顿，"约翰·罗时代法兰西的政治经济"，《政治经济史》第1卷(1969年春)，第146页。

25.雅各布·范·克莱文伦，"1719和1720年法兰西与英格兰的投机热潮"，《社会与政治经济杂志》第48卷(1961年10月)，第329页。

26.杜恩，《庞兹》，第247页。

27.马克斯·沃思，《金融危机》第4版(1890年；纽约重印：伯林·富兰克林，1968年)，第510页。

28.威廉姆·罗伯特·斯科特，《1720年以前英格兰、苏格兰和爱尔兰股份合作公司构成与融资》(剑桥：剑桥大学出版社，1911年)，第3卷第449页；莫里尔·埃文斯，《商业危机：1847~1848年》第2版(1849年；纽约重印：奥古斯塔斯·凯利，1969年)，第33~34页。沃思还列出了南海泡沫的简表，《金融危机》，第67~79页。

29.A.安德雷斯，《英格兰银行史》(伦敦：P.S.金，1909年)，第133页。

30. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 142 页。

31. 斯科特，《股份合作公司》，第 450 页。

32. 汉斯·罗森伯格，《1857～1859 年的危机》（斯图加特：W. 科尔哈默尔，1934 年），第 103 页。

33. 沃思，《金融危机》，第 480 页。

34. 安东尼·特洛普，《三个办事员》（纽约：哈泊尔兄弟，1860 年），第 346 页。

35. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 177 页。

36. 弗里兹·斯坦，《黄金与钢铁：俾斯麦、布莱施罗德和德意志帝国的建立》（伦敦：阿兰和尤温，1977 年），第 358 页。

37. 前引文献，第 396～397 页。

38. 美国第 72 届国会参议院金融委员会，第一次会议，关于外国债券销售的听证会，于 1931 年 12 月 18 日举行，1932 年 2 月 10 日结束（华盛顿特区：美国政府印刷品办公室，1932 年）。

39. O.M.W. 斯普拉格，《全国性银行危机史》（1910 年；纽约重印：奥古斯塔斯·凯利，1968 年），第 341 页。

40. 沃思在其《金融危机》中引用。

41. 巴尔扎克，《赛查·皮罗托盛衰记》（巴黎：卡尔曼·拉维，1892 年），第 68 页。

42. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 176 页、第 181 页。

43. 沃思，《金融危机》，第 49 页。

44. 艾米利·佐拉，《白银》（巴黎：利维尔·德·波赫），第 125 页。

45. 沃思，《金融危机》，第 491 页。

46. 佐拉，《白银》，第 161 页。

47. 让·波伏瓦，《通用联盟的崩溃》（巴黎：法兰西大学出版社，1960 年），第 36 页。

48. 《经济学家》，1848 年 10 月 21 日，第 1186～1188 页，亚瑟·盖耶、W.W. 罗斯托和安娜·斯沃茨在他们的《不列颠经济的增长与波动：1790～1850 年》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1953 年）一书中引用。

49. 罗森伯格，《金融危机》，第 101 页。

50. 斯坦，《黄金和钢铁》，第 10 章（“贪婪与阴谋”），以及第 364 页。

51. 诺沃克，《德福经济学》，第 14～15 页，以及第 160 页第 35 行。

52. 前引文献，第 16 页注释 50。

53. 毛里斯·拉维—列伯耶，《19 世纪欧洲银行的工业化与国际化》（巴黎：法兰西大学出版社，1964 年），第 632～633 页。

54. 前引文献，第 503 页注释 90。

55. 波伏瓦，《通用联盟的崩溃》，第 124 页。

56. 前引文献，第 161 页注释 50。

57. 斯坦，《黄金与钢铁》，第 11 章。

58. 西奥多·德莱塞的《欲望三部曲》包括三个小说：《金融家》（1912 年）、《巨人》（1914 年）和《斯多葛》（1947 年）。参见《巨人》（纽约：世界出版社，1972 年），第 371～372 页。

59. 前引文献，第 515～540 页。

60. 亨利·格罗特·列文（Henry Grote Lewin），《铁路投机热及之后，1845～1862 年》（1936 年；纽约重印：奥古斯塔斯·凯利，1968 年），第 262 页，第 357～364 页。

61. 参见保罗·W. 盖茨，《伊利诺伊中央铁路及其殖民地般的工作》（1934 年；麻省剑桥重印：哈佛大学出版社，1968 年），第 66 页、第 75～76 页；约翰·L. 维勒，《铁路的新天堂：上升与下降》（纽约：哈斯汀出版社，1969 年），第 37 页；范弗莱克，《1857 年的经济恐慌》，第 58 页。哈佛大学的大卫·唐纳德教授帮助我寻找到这些首次引用的资料。

62. 见威勒德·L. 托普（Willard Thorp），《商业分析》（纽约：国家经济研究局，1926 年），第 126 页。

63. 华生·沃什伯恩（Watson Washburn）和埃德蒙多·S. 德朗（Edmund Delong），《高级和低级的金融家：一些臭名昭著的欺诈者及他们对我们现代股票出售体系的歪曲》（印第安那波利斯：鲍勃斯—美立尔，1932 年），第 13 页。

64. 前引文献，第 85 页、第 101 页、第 144 页、第 309 页。

65. 巴利·A. 维格莫尔，《崩溃及其之后：美国证券市场史，1929 ~ 1933 年》（康纳尔威斯波特：格林伍德，1985 年），第344 ~ 348 页。

66. 前引文献，第 358 ~ 360 页。

67. “传统的澳大利亚有关道德沦丧的表述指出了在佩思什么行为是非法的，在艾德莱德也明显是不合情理的，但在墨尔本往往是正常的企业行为，而在悉尼则是人们预想之中的”，摩根·玛丽塔，“金融幻觉的历史演变”，《美国经济学家》，第 40 卷第 1 期（1999 年春），第 79 页。

68. 参见爱德华·钱德勒的《魔鬼抓住最后一个人》（纽约 1999 年）；艾尔弗雷德·斯塔哈，《衍生产品：金融界的野兽》（纽约：约翰威利出版社，1998 年）第 3 章；彼得·卡夫卡“流氓、乡巴佬和偷盗：欺诈的时代”，《全球福布斯》第 2 卷第 12 期（1999 年 6 月 14 日）第 101 页，以及玛丽塔“历史演变”中列举的一系列人物。

69. “阿尔巴尼亚指控金字塔融资丑闻”，以及“欺诈的背后：绝望的人们，轻信的上当受骗者”，《纽约时报》，1997 年 1 月 29 日 A3 版。

70. “银行家信托公司的崩溃”，《纽约时报》，1999 年 5 月 30 日第 3 版第 1 页、第 11 页。

71. “贝尼特融资高层官员被起诉”，《纽约时报》，1997 年 4 月 10 日 C13 版。

72. “第一新泽西证券被起诉诈骗 1 亿美元”，《纽约时报》，1999 年 6 月 29 日 C6 版。

73. “大金矿丑闻高层官员面临内部交易起诉”，《纽约时报》，1999 年 5 月 14 日 C4 版。

74. “大和债券经纪人编造利润丑闻”，《纽约时报》，1999 年 6 月 25 日 D6 版。

75. “虚幻的保险王国建立在别名的基础之上”，《纽约时报》，1999 年 6 月 25 日 A1 版。

76. “经纪公司被控作假”，《纽约时报》，1999 年 5 月 9 日。

77. “日本丑闻的进一步发展：中央银行官员被捕”，《纽约时报》，1999 年 3 月 12 日 A1 版及同日专栏：丑闻的鼓点。同时参见“丑闻削弱了日本财政部的信誉”，《纽约时报》，1999 年 3 月 17 日。

78. “Baptist 前高官由于作假被判刑”，《波士顿全球》，1999 年 6 月 19 日。

79. “华盛顿律师面临证监会指控”，《纽约时报》，1999 年 6 月 9 日。

80. “Sumitomo 就铜交易亏损起诉银行”，《纽约时报》，1999 年 6 月 4 日；“Sumitomo 铜交易亏损额增加至 26 亿美元”，《纽约时报》，1999 年 9 月 20 日 D3 版。

81. 詹姆斯·S. 吉本斯（Gibbons），《纽约的银行，其经纪人、清算所和 1857 年的经济恐慌》（纽约：D. 艾普利顿，1859 年），第 104 页。

82. 前引文献，第 277 页。

83. 约翰·肯尼思·加尔布雷恩，《1929 年的大崩溃》第 3 版（波士顿：胡顿·米福林，1972 年），第 133 ~ 315 页。

84. 大卫·F. 古德，《汉普斯堡帝国经济实力的上升：1750 ~ 1914 年》（伯克利：加利福尼亚大学出版社，1984 年），第 165 页。

85. D. 莫里尔·埃文斯，《事实、倒闭和作假》（1839；纽约重印：奥古斯塔斯·凯利，1968 年），第 235 页。

86. 参见罗伯特·夏普伦（Robert Shaplen），《克鲁格：天才与欺诈者》（纽约：克诺普夫，1960 年）。

87. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 225 页、第 265 ~ 266 页。

88. 波伏瓦，《通用联盟的崩溃》，第 211 页、第 219 页。

89. 赫伯特·I. 布鲁姆（Herbert Bloom），《17 世纪和 19 世纪阿姆斯特丹犹太人的经济活动》（威廉姆斯波特：贝雅德出版社，1937 年），第 199 页。

90. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 210 页。

91. 德莱塞，《巨人》，第 237 页。

92. 克里斯蒂那·斯塔德，《万国之家》（纽约：西蒙和舒斯特，1938 年），第 643 页。

第六章 关键阶段

预期变化

在我们的模型中，继外部冲击、投机热潮和金融危机之后将爆发经济恐慌，随经济恐慌而来的将是经济的大崩溃。这与欧文斯通爵士的模式没有什么两样，他是19世纪中期英国的一位重要银行家，他对这一模式的描述深受沃尔特·巴杰特的赞同："经济活动沉寂、经济状况改进、信心增强、经济繁荣、市场骚动、过度贸易、风云突变、经济增长面临压力、经济停滞，最终再次以经济活动沉寂而告终。"[1]这一公式将投机狂潮划分为很难区分的五大阶段，并将压力阶段放在金融危机（风云突变）之后，而非之前。如果改变这五个阶段的顺序，那么，经济困境和压力就会形成一个阶段，在这一阶段里，日益增大的对经济繁荣的期望将逐渐或迅速减弱，并让位于对经济萧条的期望。

理性预期理论假定，通过运用一些广为人们理解的经济模型，预期可以随事件发展而调整，它意味着预期多多少少地会对一些独立事件迅速做出反应。但这并不是我们从金融史中发现的预期变动的方式。现实世界中的预期可能缓慢或迅速地变化，各个社会群体会认识到这样的现实——他们的认知速度有时不同，有时相同——即认识到将来与过去会有所不同。经济困境阶段可能持续几周、几个月，甚至几年，但也可能仅集中在几天的时间里。但是，预期从对将来充满信心转变到缺乏信心这一过程却十分关键。

在预期形成的过程中，发挥重要作用的集团之一是政府。它是否能够阻止市场在投机狂潮和骚动期间形成的预期，从而防止金融危机呢？

警讯

米尔顿·弗里德曼曾经说过，如果政府比投机者了解的情况更多，那么，解决危机的正确方法就是由政府公开披露信息或说明它的经济预测，从而帮助市场了解信息。[2]哈利·约翰逊回应了这一观点，他认为如果政府知道一些投机者不知道的事情，那么，它应该公布这些信息，消除人们对投机的担心。[3]这是另一个从历史记录中难以找到多少证据支持的论断。对于明智的人来说，一个字也许就够了，但也可能不够。

对这种情况的记录始于1825年前后。还有许多作家将1720年6月的《泡沫法案》看成是警告罗伯特·沃尔波尔（Robert Walpole）和乔治二世国王投机行为的信号。[4]但正如卡斯维尔所指出的，该法案的宗旨是压制南海公司的竞争对手，压制将南海公司所需资金吸引走的其他泡沫和欺诈行为。[5]直到19世纪，该法令才被撤销，实际上，它还于1749年得到了加强，该法案使得欺诈和从事合法经营都比较困难。

从19世纪开始，在投机高潮时期，当局不时地警告市场参与者，但效果不大。1825年春，英国的肯宁首相、财政大臣、利物浦伯爵、弗朗西斯·巴林爵士和W.R.麦克库洛克（W.R.McCulloch）等人都曾在《苏格兰人杂志》中警告市场可能出现过度投机。但这些警告不仅无济于事，反而助长了危机。在1825年12月的经济崩溃与恐慌中，利物浦伯爵，这位9个月前特别声明政府不应放松对投机者监控[6]的人，此时再次宣称不能救助投机者。1836年5月，差不多是1837年英国危机的前一年，波莱特·汤普逊（Poulett Thompson）作为当时英国的贸易委员会主席，严厉批评当时市场上弥漫着的投机情绪，他认为这次投机不同于1825年的投机，因为在这次投机中，人们只是将资金虚掷在国内投机项目上，而不是国外的投机项目。[7]那一年秋天，随着赌博情绪蔓延至海峡另一边，比利时和法国当局也做出了无用的努力来压制投机，包括禁止对票据和企业股票进行报价。据说，当时投机的发展已经远远超过了伯思（Bourse）计划狭窄的框架，并卷入了非专

业的投机者，包括退休领年金的人和小孩，甚至是“妇女和外国人”。里奇（Liège）、维维尔（Vervier）和安特卫普商会都严厉谴责股票市场的投机，警告人们不得继续注册股份公司来向公众募集资金。比利时国王甚至拒绝批准一家原拟成立的银行——工业互助银行——的章程。后来，投资增长确实减慢了，但列维—列伯耶认为这是经济行为减少的结果，并不是当局行政管制和业务控制的结果。[8]1839 年 7 月，法国税务大臣拉马丁再次对投机发表了看法，特别反对对铁路证券进行担保。[9]

官方对投机唯一有效的谴责是法国一位观察家对 1857 年危机的评论。1856 年 3 月，法国内务部大臣对一些欺诈者采取了法律行动。国王拿破仑三世向观察家欧·德·瓦利（O.de Vallée）表示祝贺，后者是一位作家，他主张严厉处理可疑的金融操作。在其主张下，参议院通过了这方面的法律。同时，法兰西银行将贴现率提高至 10%。拿破仑三世于 12 月 11 日发表了一封公开信，声明他决定暂不采用非常手段来应付投机，但在发生了超出人类意料之外的大灾难时这类手段将会动用。根据德·奥梅森的说法，此后，经济高烧有所减退，同时，对 1857 年危机的回忆也反映出法国商业的某种荣耀。[10]但并非所有的观察家都同意这一点：尤其是罗森伯格，他认为政府的警告和采取的实际行动都为时过晚。[11]

1869 年，奥地利国民银行采取了限制投机的措施，结果导致了一场“大崩溃”，但与随后四年的情况相比，这次“大崩溃”只不过是一场小小的危机。奥地利国民银行的措施确实对限制投机毫无帮助。[12]同一时期，爱德华·拉斯克尔对普鲁士的警告和呼吁也同样无济于事，他作为普鲁士议会（Diet）的一员，于 1873 年 2 月揭露了有关普鲁士政府，尤其是商务部与铁路特许权所有人之间的丑闻关系，[13]但却太晚了。与之相比，较为及时的警告是《经济学家》杂志 1888 年登载的一系列文章，它们揭露了阿根廷的土地债券（Cedulas）问题。在 4 月的一期杂志上，《经济学家》指出“该债券……很可能……成为不够安全的债券。普莱特河两岸的不动产价格目前具有通货膨胀的特点，不过一旦产生财务困难，这些不动产将卖不出去。”[14]后来，该杂志在 5 月的某一期上指出：“不动产

'繁荣'的崩溃肯定将大大压低土地债券的价值，而这种繁荣的崩溃是很可能的。"[15]但不管多么及时，这些警告仍然无济于事。

更具纪念意义的是保罗·沃伯格卡桑德拉式的言词，他是库恩·洛伯（Kuhn Loeb）有限公司的合伙人，并与其他某些人一样，是美国联邦储备体系之父。他于1929年2月追随罗伊·杨（RoyY-oung）——当时的联邦储备委员会主席——公开发出警告，认为纽约股市过高，其所表现出来的一些特征让人们联想起1907年的经济恐慌。市场随之意识到这一点，曾有过短暂的停顿，但随后爬升得更高。前面我们曾提到，美联储主席格林斯潘也曾于1996年12月发出过类似警告，但也无济于事。1999年8月，他指出美联储在制定利率政策时应考虑到繁荣的股票市场这一因素，他是在当年6月底和8月两次微幅上调利率后发表这番讲话的。但不幸的是，这一讲话几乎没有引起股票市场的注意。

当然，预警也可能表现为"狼来了"的寓言。经济预测家们也许了解经济条件、价格和信贷变动的方向，但其预测这类变动准确时机的能力却比较有限。罗杰·巴布森（Roger Babson）在1929年大萧条中就由于过早地走向正确方向而做得很差：他早在1928年就把自己的客户赶出了市场。因此，在向市场提出警告或提供它本来就应具有的信息时，人们必须提醒盲目的投机者注意，然后掌握好宣布的时机：一方面，要宣布得足够早以利于市场向好的方向发展，另一方面，也应宣布得足够晚以使其更为可信、更引人注意。这两项任务没有一项是容易的。实际上，就像道义劝说、身体语言，企图通过谈话赊买东西，以及要求教徒们按照传教士们说的，而不是所做的去做一样——试图通过谈话来说服投机者相信他们投机方式中的错误——一般都是无用的。

财务困境

在此，困境至少有两层含义：一方面表示受苦的状态，另一方面是一种危机般的状况。商业困境反映了第一层含义，而财务困境

则主要反映了第二层含义。在一般用法中，商业困境是指价格和商业行为都大幅度下滑，许多商业企业和工业企业破产。对单一企业而言，财务困境则意味着该企业的盈利能力大大下降，它可能难以支付债务利息和本金，结果信贷状况进一步恶化。[16]一个经济如果处于财务困境中将对其前景，而不是当前的实际状况有重大影响，这意味着对该经济的调整或干扰即将到来。这是暴风雨来临前的宁静，而不是暴风雨期间的浩劫。

与我们第二章讨论的过度贸易一样，困境也是一个不太准确的用词。但它在有关金融危机的讨论中用得很多。其他词则被用来描述从经济狂热终止，到被古典经济学家们称做风云突变和信贷紧缩（在我们的词汇表中，就是崩溃与恐慌）阶段开始之间的状态，例如不安、担心、紧张、紧迫、压力、不确定性、不利的情况、脆弱性等。更生动的描述包括市场上丑陋的一滴雨[17]或暴风雨般的气氛。[18]此外，还特别运用气象比喻来进行描述："人们再一次感受到了暴风雨来临之前压抑的气氛。"[19]有时也用地震来形容——1845 年秋，欧文斯通伯爵致信他的朋友 G.W. 诺曼——后者是 20 世纪英格兰银行行长蒙太古·诺曼的祖父——时写道："我们目前还没有产生经济崩溃，仅仅是在我们的脚下，地面开始了轻微的预警性震动。"[20]这是在 1847 年危机爆发前两年。米切尔·查瓦莱尔也用地震来形容这段时期，他从美国致信友人，谈到杰克逊总统与美国第二银行之间的纷争时写道："信贷的普遍崩溃，不管其持续的时间多么短暂，也要比最可怕的地震令人害怕。"[21]另一位法国作者也提到了"灾难即将来临的预感。"[22]德国人则这样比喻："1782 年的秋天，弓弦张得太紧，有折断的危险。"[23]

财务困境也许是单一企业面临的客观条件，但不能将它看成是大规模整体经济面临的客观条件。回顾过去，人们可能会发现，当以下指标偏离正常状态时，市场是怎样变得紧张的：中央银行的准备金率、大量企业和个人的债务资本比率或债务财富比率、应偿外债与出口比率等。有时，人们也许会暂时觉察到有关当局所用方法具有一定的局限性，这些方法包括：根据 1844 年的银行法，英格兰银行对纸币发行进行限制；1893 年美国财政部规定最低黄金准

备金为1亿美元；1924年法兰西银行规定了对财政部透支的最高限额；1931年6月根据道斯计划，联邦储备体系对里奇银行规定了黄金对储备的比率；以及1932年2月《格拉斯—斯蒂格尔法案》通过前，联邦储备体系开始实施自由兑换黄金政策。1857年，英国财政大臣这样写道：

当你实施一项限制措施时，它必须提高人们的警觉，在危机时期它应使人们感觉到它的存在，对此应毫无疑问。人们在那一时刻感到了危险的压力，他们开始计算还余下多少资金，以备困难时寻求帮助，并且不管你以何种方式来固定这一限制措施，无论是以议会法令的形式，还是像托马斯·托克（银行学派的领导人之一）所提议的，以某种使用方式的形式，或是像法国一样，由法兰西银行自主决定，毫无疑问的是在危机期间，该限制措施必然加重警讯。[24]

二十年后，一位法国官员再次表达了同样的想法，他为法兰西银行在没有硬性和迅速的法律要求情况下，仍然保留其需求负债总量三分之一的特种储备的传统进行了辩护："在此，没有必要要求维持一个固定比率。那将是不明智的……存在一个固定的和绝对的限制是可怕的。"[25]的确，超过这一限制也许会产生心理上的影响。1924年3月，尽管精明的银行家们知道法国货币供应量的小幅上升不会产生什么危险，但公众却认为法兰西银行对财政部透支的最高限额规定是经济健康的一个指数。正如一位部长所说，法国人已经接近了对自己货币的信心弹性极限。[26]

很难将财务困难的原因与现象区分开来，它们包括在银根紧缩时，资本市场上对现金的需求，一些或所有资本市场的利率急剧上升，国际收支赤字，破产增多，商品价格停止上涨，证券、土地、建筑或任何一样东西可能都已经成为投机的对象。这些现象相互联系，是信贷机制超负荷运转、超出正常界限的特征。

19世纪，发行证券时只需认购者支付部分资金，以后缴足全部资金，这样的制度加剧了财务困难。在1825年和1847年的英国和1882年的法国，要求继续支付证券资金（这部分资金是证券发行人需要的，原因是资本支出的不断增加）的结果往往是使证券购

买人陷入尴尬的境地。他们原来打算在下一次支付通知到来以前出售证券，以谋取利润。图克将这种尴尬描述得十分严重，因为现金支付要求是紧迫的，而利润前景却是遥远和不确定的。[27]英国曾于1847年1月出现过这样的情况，当时，仅铁路股票要求支付的现金总量在一个月里就达到了65亿英镑。[28]

证券发行的这种连锁性质于1720年6月、7月和8月在南海公司事件中暴露出来，该公司当时多次企图通过发行新股来筹集现金。最为严重的是，在一个年度中（1881年），巴黎就有总面值达50亿法郎的125只新股票出售，而当时巴黎的年储蓄额预计仅为20亿法郎。[29]

那时也不是私营企业大量上市，向公众募集资金的年代，正如英国在1887~1890年和美国在1928~1929年一样。在这两个国家，当时的私营企业所有权可以转化为公共股票，而不需注入新的储蓄。如果投资者和投机者已经习惯了价格的上涨以及隐含在价格上涨中的虚假利润，那么，价格上涨的结束将导致他们的财务困难。当然，有时很难——许多人甚至说不可能——提前区分价格持续上涨过程中的短暂停顿和预示着价格下降的下滑。在此的不确定性本身就是导致财务困难的一个原因。另一个更强有力的原因产生于信贷极度扩张以获取资本收益之后：该阶段中止后，这种资本收益，甚至是纸上的收益也再不可能获得。结果是，企业信誉下降，它固定的信贷总量突然之间高到了十分危险的地步。

财务上的困境也可能产生于外部因素——包括收成较差，要求增加进口，国外银根紧缩，吸引了国内资金，外国资本回流到它的所在地。在这些情况下，信贷崩溃在更大程度上是由于其现金基础的下降，也产生于信贷体制负债的扩张。资本外流可能只是潜在的因素。伦敦货币市场在1872年就经历了困难的阶段，当时，由于法兰西—普鲁士战争赔偿，里奇银行需要大量可以转换为黄金的英镑。此外，1925年以后，由于资本外逃和法郎定价过低，法国人积累了大量英镑，这些英镑面临着随时被兑换成黄金的威胁，因此这实际上是给英镑挂上了达摩克里斯之剑。实际上，财务困难的本质是信心的丧失。之后将发生什么呢——是随着经济各方面的修

正，对将来的信心慢慢恢复呢？还是价格崩溃、经济恐慌、银行挤提，人们争先恐后地将流动性较差的资产转换为现金？

詹姆斯·吉布森对这一问题进行了简要的描述：当主要的客户遭到失败，陷入绝境，经济中弥漫着绝望的情绪时，银行官员并不总是那样麻木不仁，他们了解市场上空悬的危险，因此他们发放了大量信贷；公众的兴奋被激发到令人担心的程度，以至于需要一家"伟大的交易所"倒闭，才能刺破"万能的泡沫"。可谁又知道那是一个泡沫呢？又有谁知道今天还没有到达压力的最高点，明天的水浪将不会开始减退呢？然后事情逐渐回到它们原来的轨道上，信心恢复并最终证明了将不会有泡沫破裂。[30]

困境要持续多久？

如果没有经济恐慌——就像法国于1866年、英国于1873年和1907年那样，没有产生经济恐慌——财务困难可能会逐步减轻。近年来在美国，我们听到了对伊利诺伊大陆银行的恐慌，对由于白银问题而倒闭的邦克尔·亨特的恐慌，对美国银行和达拉斯第一共和国银行损失惨重的恐慌。后来，如果不是更早的话，那么至少是从1982年8月起，美国金融界开始了时间较长的困难时期，主要是由于第三世界的银行辛迪加贷款，以及离现在更近的路易斯安那、俄克拉荷马和得克萨斯，也就是所谓石油地区储贷机构危机引起的。但那时仍然没有发生经济恐慌，至少是在1987年10月19日以前没有发生过。1987年那一个有趣的事件在历史上不会被归为经济恐慌，正如它实际发生的一样。因为它没有波及其他市场，而仅仅是"市场修正"的一种，与理性预期完全一致。但如果这样的话，1982年8月~1987年8月期间的经济繁荣就应该被视做是一个反例，因为它削弱了理性预期假定。

在继财务困难之后会发生经济崩溃或经济恐慌，两者之间并没有一个标准的时间间隔，也许是几个星期或几个月。约翰·罗的体系于1719年12月达到了顶峰，并于1720年5月崩溃。在1729年的南海泡沫事件中，人们在4月底还能清楚地听到疯狂的投机声，

到 8 月份，丑陋的市场下滑就已开始，而市场的崩溃则始于 9 月初。从 1763 年 3 月开始的困难时期，一直延续到 7 月阿姆斯特丹的德纽夫维尔倒闭才突然引发真正的危机。1722 年年初，英格兰银行提高了贴现率，踩下了投机的刹车闸；艾尔银行于 5 月减少了业务量，但此时已太晚了。福德斯于 6 月 10 日潜逃，这引发了英国 6 月 22 日突然性的经济恐慌；接下来的阿姆斯特丹危机一直持续到 12 月克利夫德公司的倒闭。

1789～1815 年危机的爆发是由一些特定的、具有深远影响的事件所引发的，诸如路易十六于 1793 年 1 月被推上断头台，法国人于 1797 年 2 月在弗希盖德着陆以及 1799 年对大陆封锁的渗透。在以上事件中，财务困难有限，但经济恐慌实际上却是随之立即爆发的。另一方面，1809～1810 年间，随着大陆封锁的加强，以及向巴西的出口过多，难以消化，自 1809 年中市场压力开始缓慢增大，从 1810 年中开始，这种压力迅速积聚，到 1811 年 1 月，破产达到了顶峰。

按着名单逐个地进行案例研究不免令人厌烦，但在此有几点值得注意。1847 年 1 月铁路股票认购中，要求进一步支付资金导致了 5 月市场对谷物的投机达到顶峰的紧张状况，最后于 8 月崩溃，并导致了 11 月的恐慌。1866 年危机可以视做是 1864 年棉花价格暴跌的滞后结果，棉花价格的暴跌在那一年导致法国爆发了经济恐慌。英国在 1864 年经历了两个“关键时刻”，一次是在 1 月——这是真正的危机，与棉花价格前景崩溃有关——另一次是在最后一个季度。这至少是一个法国人的观点。[31]英国人在研究这一阶段时似乎更看重投机性扩张，尤其是对贴现产生影响的投机和回溯至 1863 年的投机，以及一系列与信用流动公司十分相似的企业。例如，W.T.C. 金提到了阿尔伯特·高特瑟美尔（Albert Gottheimer），他以阿尔伯特·格兰特（Albert Grant）的面目出现，收购了英格兰信用流动公司，最终获得了 100 万英镑的实缴资本，而不是名义资本。[32]欧文伦德·吉尼公司于 1865 年 7 月转化为公共企业，当时正值繁荣的顶峰时期和“红利竞赛”时期，该公司的转变导致同年 10 月其股票的风险溢价达到 100%，这迫使英格兰银行将贴现率从

3%提高到7%；一直到1866年5月，才爆发大崩溃。以英国人狭隘的观点来看，危机的困难时期从1865年10月持续到1866年5月，并由于1866年1月华生·欧文公司的倒闭而加剧。而从法国人的角度来看，该困难时期几乎延续了两年半的时间。

在美国，当秋天西部银行从东部提取大量资金支付谷物运输时，也正是经济紧张、危机和恐慌的时期，这很少会产生例外。[33]斯普拉格认为由于收割较早，美国1873年的危机爆发于同年9月，并指出，危机的到来对经济界往往是一个很大的惊奇，1873年的危机也不例外。[34]在此，有一个矛盾的现象，即资金的大规模流动导致了季节性的财务困难，而危机总是令人惊奇的说法又表明没有什么财务困难。在1873年的危机中，1872年9月～1873年5月期间资金“过紧”，导致铁路建设从发行债券筹集资金转向了借入短期资金，可以将这种资金紧张看成是财务困难的信号，加上季节性资金紧张的影响，从而突然引发了经济崩溃。[35]因此，经济界的惊奇才令人奇怪。

财务困难也许会持续下去，也许会按照自己的节奏来回波动。在1882年1月通用联盟崩溃前，曾经有过三个相互独立的困难时期，它们分别是1881年7月、10月和12月。[36]大家都知道将要来临的（但斯普拉格坚持认为来临的准确时间难以预测）1907年10月的经济恐慌爆发之前，曾于3月发生了“富人的经济恐慌”，当时，被最广泛地用做金融票据抵押物的太平洋联盟股票下跌了50点*。不过，市场很快从这一打击中恢复过来，就像同年6月从纽约城债券的失败（当时在债券价值总量4%的2,900万美元的招标中，只投中了200万美元）中恢复过来一样，也像市场很快从7月钢铁市场崩溃的打击中，以及从8月标准石油公司由于违反反托拉斯法而被罚款2,900万美元的打击中恢复过来一样，但却没有从10月尼克尔波克尔（Knickerbocker）信托公司的倒闭打击中恢复

---

* 克里斯蒂娜·斯塔德在其《万国之家》（纽约：西蒙和舒斯特，1938年）中也许指的就是这一插曲，书中的斯图尔特说：“我的第一个工作。我感到很有乐趣。有一次他们卖空了大大超过供给的太平洋联盟股票。他们被毁灭了吗？这一次没有。他们遵守规则……他们不得不这样，否则将导致经济恐慌。”

过来。[37]1929 年的资金困难也许从 6 月一直持续到 10 月的最后一个星期；1987 年的危机则从 8 月初一直持续到 10 月中。

我们假定货币当局在危机时期并不是站在一边进行道义劝说，而是确实做了一些实事，例如紧缩货币政策，抬高信贷投机的成本，或是当商品市场和资产市场一起波动时，即一起上升或下降时，明确货币政策方向。但如果在商品价格稳定或下降的同时，股票价格、不动产或两者均出现危险的繁荣，当局将面临着两难选择。这也是 1929 年联邦储备体系和 1989 年日本银行面临的具体情况。在美国的这次事件中，联邦储备委员会，尤其是本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）行长（1925 年和 1927 年）很难选择适当的政策，正如该委员会在 20 世纪 70 年代和 80 年代保罗·沃尔克（Paul Volcker）所面临的情况一样。当然，这里所谓的两难选择也就是不能一石二鸟，或者用一个比喻来说明更好，即如果某一个目标与另一个人们不想被碰到的目标挨在一起，那么如果不用来福枪而用短枪会很难射中目标。1929 年和 1989 年，联储最终勉强采用了货币政策，结果引发了——即使不是“导致”——1929 年的纽约大崩溃和 1990 年的东京大崩溃。[38]

危机的开始

学逻辑的学生一般都讨论过 A 将一个毒气弹扔到 B 脚边的地上，B 将之扔给 C，C 又将之扔给 D，不断继续，最后在 Y 将之扔到 Z 的脸上后爆炸。这该责怪谁呢？是 A，这位最初的肇事者呢？还是 Y，这位最终引起爆炸的人呢？另一方面，危机的根源是投机和信贷发放过多；而引发危机的则是一些削弱市场信心的小事，它们迫使人们开始考虑倒闭的危险，因此将商品、股票、不动产、汇票、本票、外汇——不管是什么——全部转换为现金。就引发危机的事件而言，它可能是微不足道的一件小事：一家企业的破产、某一个自杀事件、某人的逃跑、某一个事件的被揭露、拒绝向某一个借款人发放贷款，或是观念的某种转变导致某一个重要角色被抛售，等等。接着，价格下跌，预期改变，而且转变的速度日益加

快。当投机者利用借入的资金从事杠杆操作时，价格下跌使得他们面临着进一步交付保证金或现金的要求，或是面临进一步的清算。当价格进一步下跌时，银行贷款被腐蚀，一家或更多的商人银行、银行、票据贴现所或经纪商倒闭。信用体系摇摇晃晃，争夺流动性的竞赛就开始了。

找到最初的卖方几乎不太可能；同时，责怪他们也没有用。在此，可以运用共谋理论来进行解释。人们可以找出像1929年的约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy）这样的熊市投机者，或是同年的伯纳德·巴鲁齐（Bernard Baruch）；或是像犹太新教卡特尔集团被指认于1882年在尤根·邦托克斯事件中所做的一样；或者如托马斯·盖伊那样，于1720年4月到6月间，在6个星期内出售了持有的所有南海股票，但每次出售不到1,000英镑的股票，共获得54,000英镑。他用挣得的资金捐助修建了伦敦的盖伊医院，该医院被人们认为是“对泡沫的最好纪念”。[39]

人们可以将这一过程继续下去，不过没有什么目的。有的人会出售。有时这会是一个外国人。例如，在1847年，正是一个法国人（埃文斯引用的S. 桑德斯的一篇文章）囤积了大量小麦，并于6月和7月将7万夸脱的小麦运到了英格兰，迫使市场价格远远低于当时的一般水平，使小麦价格从96先令下降到56先令，并导致大量从事谷物贸易的企业破产。[40]但这种事情并不普遍。小麦价格就曾经从1846年8月的46先令上升到1847年5月的93先令（由于资料来源不同，也许上升到96先令，105先令或是110先令），这是由于暴风雨毁灭了庄稼，以及爱尔兰和欧洲大陆的马铃薯病。1847年7月，由于天气转好以及丰收前景被人们看好，小麦价格暴跌。英国小麦和面粉进口从1846年的230万夸脱上升到1847年的440万夸脱，可以肯定的是，这种变化在一定程度上得益于玉米法令的撤销，[41]而70,000夸脱在这一总量中所占的比重却微不足道。另一方面，法兰西也有自己的问题：1846年，其谷物收成之差堪称100年来之最（同时马铃薯收成也是一个失败），而1847年的丰收也可堪称100年来之最。不过这种情况在当时是普遍存在的，因此可以认为英国的小麦投机已经过分。

也有人认为阿根廷债券的德国出售者应对1890年的巴林危机负责。不管是由于市场上普遍存在的不安情绪,[42]还是由于他们不赞同阿根廷汇率的不稳定性,[43]或是由于引导他们同样退出俄国债券市场的德国国内市场的繁荣，德国投资者确实于1888年停止认购阿根廷贷款。* 德国人的出售加重了当时的资金困难，但没有加重金融危机，因为他们这样做以后，英国投资者承担了阿根廷发行的2亿英镑债券中更高的比例。1888年11月，布宜诺斯艾利斯下水管道工程公司发行350万英镑债券失败，巴林银行觉得有义务通过承兑贷款借款给阿根廷。而1890年原材料价格的下跌却使阿根廷政府在贷款到期时根本不可能还贷。在经过了两年的困难时期后，1890年11月爆发了巴林危机，这也正是英格兰银行警告巴林兄弟公司，要求其限制承兑程度（其承兑总量于1890年夏天达到了3,000万英镑的水平）的结果，也是同年10月纽约危机的结果，同时还是11月价值400万英镑的承兑汇票到期后，巴林公司不再能够通过认购新股或进一步借入短期资金来出售手上剩余证券的结果。

纯粹的信息也许会突然引发一场经济崩溃，例如，当有人披露巴黎—里昂—马赛的铁路并不仅是耗资当初计划的2亿法郎，而是3亿法郎时，就突然引发了一场大崩溃。[44]更重要的是，此次崩溃的根源在于法国大量进口铁路建设原材料，国际收支状况较差，加之1846年农业的歉收和1847年的丰收。美国的格兰其（Granger）运动引发了1873年的经济崩溃。当时，保护农业社成员在一定程度上类似于今天的环境保护主义者，他们于19世纪60年代和70年代初主张建立有关立法，控制各州之间的运输，主要手段是禁止歧视性收费，建立管理委员会，甚至规定最高费率。[45]为获取信贷，

---

* 德国卖空俄罗斯债券的部分原因是政治原因，这也是德国人购买意大利债券的基础。法国人则购买俄罗斯债券，出售意大利债券。但德国确实于1888年发放了价值1,005万英镑的墨西哥贷款，因此不能说德国的国内繁荣要求资本在非政治的基础上流向国外。参见弗里兹·斯坦，《黄金和钢铁：俾斯麦、布莱施罗德和德意志帝国的建立》（伦敦：阿兰和尤温，1977年），第427页、第433页和第442页。斯坦先生还告诉我布莱施罗德的新闻王国与德国出售阿根廷证券没有任何关系。

铁路证券发行过多——包括一系列“多余和荒谬的”企业的建立，例如洛克菲勒、洛克爱兰德和圣路易斯一线铁路，它们都以面值出售股票。最终，股票出售价格下跌至1美元只能卖6分钱——原因是人们认为各地政府将控制铁路股票，因此人们终止了当时的乐观情绪，启动了清盘。

至于偶然的“危机起爆器”，历史上阻止新生危机继续发展的偶然事件就如轮船沉入大海一样难以寻找。1799年，尼德兰的利率在12%和14%的水平上，食糖价格与封锁突破前的顶峰时期相比，低于后者的35%，试图救助阿姆斯特丹危机的英国商人们为其提供了现金，也就是硬币。总共100万英镑的现金被送上了路丁驱逐舰，其目的地是德克塞尔，那里的人们正急切地盼望着该舰的到来。不幸的是，在一场风暴中，该舰沉没于荷兰海岸，缓解危机的所有希望随之破灭。[46]与此相似的另一大历史事件发生于大约60年后，当时，1857年的纽约危机正处于酝酿之中。9月15日，在本已极度紧张的宾夕法尼亚、辛辛那提和芝加哥，又传来了新的消息，从巴拿马开入纽约，载有价值200万美元黄金的中心美洲号轮船，从加利福尼亚开始就没有了消息，目前已经过了其本应到达的日期。两天后，才得到不确实的消息说该船已经沉没，并且损失了大量生命与货物。[47]这时，人们只能认为已经失去了上帝的宠爱。

因此，事故也可能引发危机，但旨在防止事故的行动也可能引发危机，或者，当局出于其他目的采取的措施也可能引发危机（我们将在稍后讨论最后贷款人作用的时候再回到这一问题上来）。这一问题由H.S.福克斯维尔（H.S.Foxwell）在评述1808～1809年危机时做出了很好的描述：

拒绝和所有其他人住在一起一直被认为是危险的。个别行动容易引起别人的反感，尤其对于中央银行来说，单独行动更容易引起反感。也可能此中央银行曾经试图运用1795～1796年危机的解决方法，我指的是同意以优惠利率贴现票据……（为了保证货币流通）它肯定对市场施加了极大的压力，并冒着引发经济恐慌的风险……该银行对大量小型、管理不善的金融机构（乡村银行）的清偿负责，但不敢要求它们说明情况，以免诱发总体信贷崩溃。[48]

正如我们将要看到的，有关以优惠利率贴现票据的建议令人怀疑，同时，从货币主义者的观点出发，关于英格兰银行负责乡村银行清偿能力的论断也有疑问。但不管怎样，英格兰银行明显地有一个两难选择：如果不按市场纪律行事，将使得信贷市场进一步失去控制；但如果实施市场纪律，则可能刺破泡沫并引发崩溃。

问题的一个方面是时滞。在面临减少了金融体系内部现金总量的外部因素时，提高贴现率也许会有效地引导资金回流。伦敦城流传着这样的传说：英格兰银行 10% 的贴现率就可能“将月球上的黄金吸引过来”，但要产生这样的结果需要多长的时间呢？这一问题也是银行学派和货币学派关于 1844 年银行法案以及中止该法案的必要性，和设立最后贷款人必要性的争论中涉及的问题之一。1825 年和 1836 年是英国经济的繁荣时期，但市场投机使得交易所处于不利的状况，从而导致了市场紧张。有一个观点认为，在英格兰银行提高利率以降低负债之前，繁荣时期就已过去；因而，从紧的货币政策与下跌的价格一起引发了危机，这迫使英格兰银行改变方针，下调利率并发放信贷。[49]银行学派认为中央银行利率的变动，而不是繁荣的顶峰中止了硬币的枯竭，并实际上很快导致了现金的回流。另一方面，货币学派则对此持两个观点。一个观点赞同银行学派的上述观点，而另一个观点以欧文斯通爵士为代表，认为中央银行的贴现率操作存在时滞，因此要求实施一定的最后贷款人职能以弥补这一缺口。[50]

即使是在 19 世纪 20 年代和 30 年代英格兰银行已经知道怎样更好地运用贴现率这一工具后，仍然有危机爆发，在有的情况下，甚至爆发了经济崩溃和经济恐慌。霍特里指出在商业银行及其内部传导机制之间存在时滞：

银行家们也许会采取正确的措施，但之所以爆发经济恐慌，是由于他们采取措施的节奏太慢：他们也许真的检查出了当时的基本危险……中止了新订单带来的压力……但发放新的信贷需求和现金枯竭的现象仍然没有减少。结果可能是银行爆发恐慌情绪，他们并不了解他们所采取的措施（即清理老订单储备）明显无效的原因，绝望地认为很难将自己从倒闭中挽救出来，因此尽管债务人处境窘

迫，他们仍然回收贷款，从而引发了自己和客户的一系列破产。

此时，事实是没有一定的标准帮助把信贷发放控制在一定范围内。[51]

除时滞和贴现政策的错误外，当局在资金紧张初期轻率采取行动，也可能引发经济恐慌。1836 年夏，美国银行向英国股份合作制银行发放的承兑信贷增加，英格兰银行拒绝对任何一张持票人为股份合作制银行的票据进行贴现，并特别要求其利物浦代理机构，不得对在英七家美国银行中的所谓三家“W 银行”（即维金斯银行、威尔德斯银行和威尔逊银行）的任何票据进行再贴现，这一行动“似乎是报复性的”,[52]并立即引发了恐慌。[53]随着恐慌的爆发，英格兰银行不得不改变其政策。它于 10 月与“W 银行”进行了漫长的会晤，于 1837 年第一季度扩大了这三家银行的贴现额度，但仍未能防止它们在同年 6 月倒闭。英格兰银行的本能直觉是正确的：应减少信贷的危险扩张。但信贷是一件十分敏感的事情，预期可以迅速改变。有的事情，有时几乎是没有任何事情的发生，就对信贷前景投上阴影，从而改变市场预期——开始了冲向流动性的争夺。

如果经济恐慌的表现形式是对一家或很多家银行的挤提，那么挤提往往始于小存款人。最近一段时期以来，俄亥俄和马里兰未被联邦存款保险公司保险的州银行遇到的麻烦就属于这种情况。另一方面，股票市场恐慌常常被认为是具有大笔资金的内部投机者，或诸如共同基金、养老基金和保险公司等的机构投资者集中出售证券的结果，有的也许遵循了类似于程序贸易的模式，但有时也会遇到相反的例子。对富兰克林国民银行的挤提是由其他银行进行的，尤其是拥有大量资金的纽约银行，它们拒绝在富兰克林的外汇期货交易中履行其对手方义务，即借给它联邦资金，或购入富兰克林发行的大额定期存单，除非是以很高的利率成交，这种高利率反映了它们对富兰克林深深的不信任。[54]在 1987 年 10 月股票市场的崩溃中，波士顿对冲基金中的菲德里蒂（Fidelity）集团，是在 10 月 19 日纽约股票交易所重新开门交易以前伦敦市场上的一个大卖家。它出售的这些订单被反馈回纽约，以至于在交易开始时，这类出售订单堆积如山。面对股票市场上信心的丧失，许多对冲基金持有人纷纷

在上一周赎回自己股份的情况，菲德里蒂未能迅速做出反应。因此，当缺乏现金时，该对冲基金不得不出售股票以获得现金，从而成为恐慌的小投资者和更广泛的市场之间的中介。

经济崩溃与经济恐慌

经济崩溃意味着资产价格崩溃，或一家重要企业或银行的倒闭。而经济恐慌，也就是"没有原因的突然逃亡"，可能发生于资产市场或从流动性较差的资产向较好的资产冲刺的过程中。金融危机的爆发涉及其中的一个或两者兼备，其顺序可以任意排列。南海股票和索沃德银行（Sword Blade Bank）的崩溃几乎将英格兰银行拖垮。而 1929 年的大衰退和纽约股票市场上的恐慌加速了其他资产市场上的变现，如商品市场上的变现，最后导致信贷市场崩溃，给产出沉重的一击。但它并未导致货币市场恐慌，即以利率急剧上升或银行挤提为表现的恐慌，这也许是由于美联储采取了将大量资金倾倒入纽约市场的有效措施。[55]1893 年，由于市场对美国在面临白银利息压力的情况下保持金本位制度的能力缺乏信心，货币市场面临压力，并最终演变为对银行倒闭的恐慌，并且通过它们对证券市场施加了压力。[56]

这里存在一个连锁反应机制。价格下跌降低了抵押品价值，银行开始回收贷款或拒绝发放新的贷款，这迫使商业企业出售商品，居民出售证券，工业企业推迟借款，因此价格进一步下跌。而抵押品价值的进一步下降导致了更多的变现。如果企业倒闭，银行贷款成为不良贷款，银行也随之倒闭。随着银行倒闭，存款人抽回资金（在存款保险制度建立以前尤为如此）。随着存款被抽回，银行要求回收更多的贷款，因此，必须出售更多的证券。商业企业、工业企业、投资者、需要立即可得现金的银行——在可能的情况下都将出售其持有的最差的证券，而在万不得已时也将出售其持有的最好的证券。陷入困境的企业、公司和居民也许会在一段时期里按兵不动，希望价格能够再次上升，使得受损的贷款重新从低谷中浮出。而稽核人员也许会以另一种方式看待银行的贷款和证券价值，他们

将根据成本而非市场价值来核查贷款和证券价值，延长贷款期限，或是向处境窘迫的借款人发放新的贷款，以使他们有能力支付当期利息。但当银行破产时，就必须解决坏账这一棘手的问题。价格、清偿能力、流动性以及对现金的需求——在德语里是 Bargeld，法语里是 Numéraire——都是相互联系的。正如斯普拉格所说，不仅仅是银行机构，而且还有居民、企业和银行，它们“十分类似于一排砖，任何一方的跌落都会威胁其他各方的稳定。”[57]这一比喻较为陈腐，但毫无疑问是十分恰当的。

据说在经济恐慌的高峰阶段，很难获得新的资金。对此的描述往往是夸大其辞的，但至少对 1825 年的描述是真实的：

隆巴德街上的银行家们在星期六（当对乡村银行的恐慌于 12 月 12 日影响到波尔·宋顿公司以后）打电话给（英格兰银行）行长，告诫说如果这样一家与 47 家乡村银行有关联的企业被允许倒闭，那么，伦敦的每一家银行都将发生挤提。

事实上，该企业被允许停业。于是，恐慌在公众中蔓延，这是以前从未发生过的：每个人都祈求得到资金——资金——但以任何条件都很难获得资金。《时代》杂志这样评论：“人们考虑的不是证券的特性，而是制造货币的完全不可能性。”[58]

不管意味着什么，根据胡斯克伊森（Huskisson）的观点，这就是 73 家银行倒闭后在 24 小时内将英国带入以货易货的有关情况。[59]“正如滑铁卢公爵所说，‘这是一件好得令人诅咒的事情——是你一生中所见过的最新发生的挤提。’”[60]由于英格兰银行用白银向法兰西银行换取了黄金，也由于英格兰银行的好运气，它在耗尽了 5 英镑和 10 英镑的钞票（这是它当时发行的所有纸币）时，在库房里发现了 1797 年遗留下来的一批 1 英镑的纸币，英国得以避免了以货易货。在政府的同意下，这批纸币于 12 月 17 日发行，并“产生了令人惊讶的结果”。[61]

美国也出现过类似情况。1857 年，纽约中央股票（New York Central Stock）从 93 下跌到 61，也有的资料认为是从 96 下跌到 36。[62]猪肉价格从一桶（barrel）24 美元下跌到 13 美元；面粉从 10 美元一桶下跌到 5 美元或 6 美元一桶。[63]9 月，由于宾夕法尼亚、马

里兰、罗德岛和弗吉尼亚在这个月的最后4天里，有160家银行倒闭，利率从15%上升到24%。恐慌于10月达到了顶峰，美国共有1,415家银行倒闭，年利率上升至60%~100%。[64]当然，这是对仅借入几天的短期资金而言的。

经济恐慌阶段不可避免地会出现高利率的情况。很高的利率，例如一天4%，有时也被用于一种特别贷款，例如1884年的同业拆借资金，而此时一流票据的商业贴现利率仍保持在4.5%~5%的水平上；[65]或是在1907年恐慌开始阶段，作为现金的风险溢价，在高峰时期日利率达到5%。[66]也许，流动性紧缩的极点是在1907年，当时有一家银行在哈佛与耶鲁的一场足球赛中，对每1,000美元的入场券，仅收取48美元现金。[67]

暴风雨平息后，洪水会泛滥并随之消退吗？我们将在最后回到这一问题上来。在此之前，我们将首先了解经济的繁荣与衰退阶段是如何从一个市场和国家扩散至另一个市场和国家的，然后，将讨论所采取的中止经济恐慌的国内和国际措施，以及如何修补恐慌带来的破坏。

注释：

1. 诺曼·圣约翰—斯特维斯编辑，《沃尔特·巴杰特论文集》，（伦敦：《经济学家》杂志，1978年），第9卷，第273页。

2. 米尔顿·弗里德曼，“防范不稳定的投机”，《最佳货币供应量和其他论文集》（芝加哥：艾尔丁，1969年），第288页。

3. 哈利·G. 约翰逊，“浮动汇率研究，1969年”，圣路易联邦储备银行《评论》，第51期（1969年6月），第17页。

4. 参见A. 安德雷斯，《英格兰银行史》（伦敦：P.S. 金，1909年），第136页。

5. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》（伦敦：克莱塞特出版社，1960年），第139页。

6. W.R. 布罗克，《利物浦爵士和自由保守党，1820~1827年》（剑桥：剑桥大学出版社，1941年），第209页。

7. R.C.O. 马休斯，《贸易周期历史研究：大不列颠的经济波动：1832～1842 年》（剑桥：剑桥大学出版社，1954 年），第 162 页。

8. 莫里斯·列维—列伯耶，《19 世纪欧洲银行的工业化与国际化》（巴黎：法兰西大学出版社，1964 年），第 618～620 页。

9. 前引文献，第 713 页。

10. 沃尔德米尔·德欧墨森，《1857 年危机：历史、原因与应付之道》（巴黎—苏雷伦森斯：莫里斯·德哈特伊，1933 年），第 110 页。

11. 汉斯·罗森伯格，《1857～1859 年的经济危机》（斯图加特/柏林：维拉格·冯·W. 科尔哈默尔，1934 年），第 210 页。

12. 马克斯·沃思，《金融危机》第 4 版（1890 年；纽约重印，伯特·富兰克林，1968 年），第 463 页。

13. 弗里兹·斯坦，《黄金和钢铁：俾斯麦、布莱施罗德和德意志帝国建立》（伦敦：阿兰和尤温，1977 年），第 242 页。

14.《经济学家》1888 年 4 月 21 日刊，第 500 页。理查德·C. 马斯顿提醒了我注意这一引用和下面的一个引用。

15. 前引文献，1888 年 5 月 5 日，第 570～571 页。

16. M.J. 戈登，"财务困难理论"，《金融》杂志第 26 期（1971 年 5 月），第 348 页。

17. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第 170 页。

18. 约翰·克莱泛姆爵士，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945 年），第 2 卷第 257 页。

19. 爱多伍德·罗森堡和 A.J. 谢尔曼，《M.M. 沃伯格公司，1758～1938 年：汉堡的商人银行家》（纽约：赫尔姆斯和梅尔，1979 年），第 129 页。

20. D.P. 欧布伦编辑，《欧文斯通伯爵的新闻界》（剑桥：剑桥大学出版社，1971 年），第 1 卷第 368 页。

21. 米切尔·查瓦莱尔，《致美洲朋友的信》第 3 版（布鲁塞尔：社会图书馆丛书，1838 年），第 1 卷第 37 页。

22. 让·波伏瓦，《通用联盟的崩溃》（巴黎：法兰西大学出版

社，1960年)，第129页、第133页、第137页。

23. 沃思，《金融危机》，第508页。

24. D. 莫里尔·埃文斯，《商业危机史：1857～1858年；和1859年的股票交易所恐慌》(1859年；重排编印，纽约：奥古斯塔斯·凯利，1969年)，第203页。

25. 路易斯·阿多尔夫·第尔斯、法国财政大臣的证词：《货币流通及代理的基本原则》(巴黎：帝国出版社，1867年)，第3卷第436页。

26. 斯蒂芬·舒克尔，《法国主导欧洲年代的结束，1924年的金融危机和道斯计划的实施》(查佩尔·希尔：北卡罗莱纳大学出版社，1976年)，第87页、第104页。

27. 亚瑟·D. 盖耶，W.W. 罗斯托和安娜·斯沃茨，《不列颠经济增长与波动：1790～1850年》(牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1953年)，第1卷第190页。

28. 前引文献，第312页。

29. 波伏瓦，《通用联盟的崩溃》，第29页、第130页。

30. 詹姆斯·G. 吉本斯，《纽约的银行，其经纪人、清算所和1857年的经济恐慌》(纽约：D. 艾普林顿，1859年)，第94页。

31. 参见克莱门特·朱格拉，《法国的经济危机》第2版(1889年，纽约重排印刷：奥古斯塔斯·凯利，1967年)，第427页。

32. W.T.C. 金，《伦敦贴现市场发展史》(伦敦：乔治·卢特莱奇和森斯，1936年)，第232页。

33. O.M.W. 斯普拉格，《全国性银行体系危机史》(1910年；纽约重排印刷：奥古斯塔斯·凯利，1968年)，第127页。

34. 前引文献，第33页。

35. 前引文献，第36页。

36. 波伏瓦，《通用联盟的崩溃》，第133页。

37. 斯普拉格，《危机史》，第237～253页。

38. 参见C.P. 金德尔伯格，“资产的通货膨胀和货币政策”，德尔拉沃罗国民银行《季度评论》第192期(1995年3月)，第17～35页。

39. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第136～137页、第158页。

40. 埃文斯，《商业危机》，第13页。

41. 盖耶、罗斯托和斯沃茨，《增长与波动》，第307页。

42. W. 杰特·劳克，《1893年经济恐慌的原因》（波士顿：胡顿，米夫林，1907年），第59～60页。

43. 奥斯卡·摩根斯坦，《国际金融交易与经济周期》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1959年），第523页。

44. 约翰·阿克尔曼，《周期经济学结构》（巴黎：法兰西大学出版社，1955～1957年），第2卷第292页。

45. E. 雷·麦卡利，《1873年的危机》（米尼波利斯：伯格斯出版社，1935年），第58页、第71页。

46. 沃思，《金融危机》，第110页。

47. 乔治·D. 范弗莱克，《1857年的经济恐慌：分析研究》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1943年），第68页。

48. H.S. 福克斯维尔给安德雷斯《英格兰银行史》一书的介绍，第XVII页。

49. E. 维克多·摩根，《中央银行理论与实践：1797～1913年》（剑桥：剑桥大学出版社，1943年），第109页。

50. 艾尔默·伍德，《英格兰关于中央银行控制的理论，1819～1858年》（麻省剑桥：哈佛大学出版社，1939年），第183页。

51. R.G. 霍特里，《货币与信贷》第3版（纽约：朗奇曼，格林，1927年），第28页。

52. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第2卷第153页。

53. 莱昂·拉维，《不列颠商业史》（伦敦：约翰·穆雷，1872年），第233页。

54. 琼·埃德尔曼·斯佩罗，《富兰克林国民银行的倒闭：对国际银行体系的挑战》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1980年），第66页、第71页、第85页和第91页。

55. 米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦兹，《美国货币史：1867～1960年》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1963年），第339页。

56. 劳克，《1893年经济恐慌的原因》，第7章。

57. 斯普拉格，《危机史》，第 253 页。

58. 托马斯·乔普林，《议会对经济恐慌的咨询，致托马斯·可斯伯恩的一封信》（伦敦：F. 里奇维和森斯，不详，应是 1832 年以后），第 14 ~ 15 页。

59. 罗伯特·巴克斯特，《1866 年的经济恐慌及货币法案的教训》（1866 年；纽约重排印刷：伯特·富兰克林，1969 年），第 4 页、第 26 页。

60. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 卷第 101 页。

61. 前引文献，第 100 页。

62. 罗森伯格，《金融危机》，第 118 页。

63. 范弗莱克，《1857 年的经济恐慌》，第 74 页。

64. 罗森伯格，《金融危机》，第 121 页。

65. 斯普拉格，《危机史》，第 113 页。

66. 爱尔文·H. 汉森，《美国、英国和德国的繁荣与衰退周期：月度数据研究，1902 ~ 1908 年》（麦迪逊：威斯康辛大学出版社，1921 年），第 13 页。

67. H.S. 福克斯维尔，“1907 年的美洲危机”，《当代金融论文集》（伦敦：麦克米兰，1919 年），第 202 ~ 203 页。

第七章 国内蔓延

郁金香投机过热

在此，我将从郁金香投机过热开始。该事件被普遍认为是孤立的偶然事件。彼得·盖伯认为，外生变量的价格之所以往往呈现投机性上涨，是出于以下原因：它们很难按照孟德尔（Mendelian）的生物学条件进化，并且，一旦它们的投机性高价格崩溃，这些变量又将继续其正常的繁殖程序。但盖伯承认，他不能解释为什么不同品种的郁金香，如金冠、瑞士人或白冠等，都在所谓“花市”或其他农村地区的公共场所进行同样简单的交易，其价格也经历了暴涨与暴跌的过程。[1]在一些人眼中，对于针对所有品种的郁金香投机过热来说，投机者对某些稀有品种的过度投机[2]仅仅是一些旁枝错节。

一个很有趣的事实是对郁金香的狂热始于1636年9月以后，那时已经不可能检查郁金香花种，因为按照正常程序，所有的花种此时都已种植入土，这样它们才能在下一年的春天开花。同时，人们最后一次看见郁金香的外部形状和颜色是在上一个春天，这两大因素被认为是郁金香的基本要素，人们往往在每年6月就将繁殖的花种从土里挖出来。因此，1636年11月到12月和1637年1月对郁金香的疯狂追逐是在没有样本证据的情况下进行的。

在那样一个金融发展的初级阶段，银行信贷并不发达，因此人们的交易方式往往是分期付款。N.W.波斯萨默斯（N.W. Posthumus）这位经济史学家以简单的一句话概括了这一事实；[3]西蒙·查马（Simon Schama），历史学家，则提供了大量范例来说明这种情况。在他的一个范例中，要买一磅白冠（在荷兰语中是Witte Croon，由于太普通了，因此按重量出售），到交货时总共需付525

荷兰盾（一般是下一年的 6 月交货），但如果马上付清，则需交给卖主 4 头奶牛。其他以分期付款形式交付卖主的物品还包括大片的土地、房屋、家具、金银器皿、油画、西服和大衣、马车和一对有深灰色斑纹的马；如果一次付清，则需交付价值为 2,500 荷兰盾的商品、两个拉斯特（一种重量单位，因商品和地区的不同而异，一般在四千磅上下）的小麦、4 个拉斯特的黑麦、8 头猪、一打绵羊、两大车葡萄酒、4 吨黄油、1,000 磅奶酪、一张床、一些衣料和一只银桶。[4]

在提到郁金香投机过热时，我们之所以用复数，是希望将价格昂贵且很难繁殖的品种与普通品种的郁金香区别开来。两个投机过热并不是孤立的。17 世纪 20 年代，在经过了 12 年的休战后，荷兰重新开始了与西班牙的战争，因此它的经济一直处于萧条状态，但在 30 年代却有了大幅度的复苏。荷兰东印度公司的股票价格在 1630～1639 年期间翻了一番，其中大多发生在 1636 年初以后，该股票价格从 1636 年 3 月的 229 上升到 1639 年 8 月的 412，到 1640 年，又上涨了 20%，达到 500。17 世纪 30 年代早期，房屋价格下跌，但到了 30 年代中期却又"暴涨"，[5]同时，各方也大量投资于下水管道工程、西印度公司和运河。[6]杨·德·弗莱斯曾提到 Trekschuit，一个大型运河游艇项目，已于 1636 年开始建设，并于 1640 年达到"发烧"的程度。该项目对运河两岸的城镇都进行了相应的建设，以保障商人和官员们在任何时候都可以旅行，不必等到风向和天气适宜时才能航行。1636 年，该项目确定了两条从阿姆斯特丹到小城镇的路线，其中的一条在雷登和德尔福特之间。1659 年和 1665 年，复杂的工程建设进入高潮阶段，不过德·弗莱斯将该项目与郁金香热联系在一起，并将之与 1622～1660 年期间荷兰经济的飞速增长也联系在了一起。[7]

约翰逊·伊斯雷尔（Jonathan Israel）写道，应将郁金香投机过热与当时荷兰经济普遍繁荣的背景联系起来，它是"小城镇生意人、小饭馆业主和园艺家"把辛苦工作挣得的大部分钱又投向其他项目的一次投机过热。[8]这一观点支持了盖伯的一个观点，即也许根本没有发生过所谓的郁金香狂热，因为在它之后并没有出现经济衰

退。[9]实际上，在1650～1672年间，荷兰经济极度繁荣，尤其是豪华住宅、城市建设和绘画业均十分繁荣，随着1672年法国的入侵，城市建设和绘画业崩溃，而在此之前，17世纪40年代的荷兰经济增长在一定程度上已经有所放慢。[10]繁荣的顶峰阶段，出现了钟表"热"和钟楼"热"。在雷登的大型运河游艇乘客上下的高塔顶端的白门上，装上了一座大钟，以保证游艇的准时。[11]

在讨论危机传播时，人们必须小心不要走得太远。股票市场理论认为，如果运输股股票指数与工业股票指数同时同向变动，股票市场总体上肯定将产生波动，因为前面提到的两种股票并不总是同时同向变动的。技术股，尤其是因特网股票，有时会脱离股票市场的周期，带动部分小型企业或大型企业股票波动，股价或者上升，或者下降。纽约股票市场与纳斯达克每天并不是同时同向波动。人们对此的疑问是，股票价格指数基金（以及哪一个指数基金）是不是比由对股票进行了精挑细选的专业人士进行管理的对冲基金管理得更好，或是更糟？

股票市场与房地产市场

在前面的章节中，我们讨论了1928年3月的美国，当股票市场开始加快回收海外业务，尤其是回收在德国和发展中国家的业务时，海外贷款是如何突然萎缩的，也讨论了1929年10月的大崩溃是如何引导纽约的银行对商品经纪人实行信贷额度，因而压制了世界价格的。但1929年的大崩溃还有一个重要影响是对房地产市场的影响。大崩溃之后，房地产并没有从我们第3章中列举的投机对象名录中消失，不仅如此，房地产投机还表现为多种形式，从单纯的土地投机发展到大规模的开发项目投机，例如从伦敦城泰晤士河一直到沃夫运河（Canary Wharf）。但是，一个朋友提醒我注意一本被我及许多人遗漏的书，即霍默尔·哈伊特（Hoyt）的《芝加哥土地价值一百年》，[12]该书表明房地产泡沫和其他投机对象泡沫之间的联系已经变得越来越清晰。哈伊特的主要兴趣在于房地产，而我不是。通过追踪研究芝加哥这个城市在成长过程中所经历的五大房

地产价格繁荣与沉陷周期，他将 1928 ~ 1929 年股票市场的繁荣和土地、住房建设地基、商用房地产建设，以及其他城市中心地带和郊区房地产市场的上升，但尤其是下跌联系在了一起。关于这一点，他引用了《芝加哥论坛报》1890 年 4 月的一篇社论：

在经济繁荣转而崩溃的所有废墟上，发现了这些人的杰作，他们在买进房地产的同时明知买价的虚假性，但仍然愿意以此价格购进房地产，仅仅是因为他们知道会有更傻的人从他们手中买走这些房地产，并留给他们相当的利润。[13]

芝加哥房地产繁荣的声名鹊起，以至于沉浸在 1870 ~ 1871 年对法兰西战争胜利的狂热之中，后来又沉溺于房地产投机的柏林将这种投机称做“斯普利（Spree）河上的芝加哥”。[14]1873 年柏林和维也纳的繁荣与纽约股票市场的繁荣有关，这将在下一章中深入讨论。在经济繁荣时期，投机市场也进一步繁荣。有一个作家声称在 1871 年的芝加哥，每两个男人和每四个女人中就分别有一个投资于住房。[15]该阶段，投机泡沫一直不断滋长，直到 1873 年夏天来临。

很容易理解投机狂热（euphoria）从一个市场向另一个市场的蔓延。投机的浪潮开始了，先来的投机者纷纷爬上甲板。一些令人感兴趣的文章分析了投机热的下降。当股票市场崩溃，股东们，尤其是那些以高价买入股票的股东，发现自己陷入麻烦，因而不得不想办法脱身。而房地产投机者一开始并不会感到懊悔。他们的债务不是经纪商所发放的日际贷款，而是来自银行的长期贷款。他们拥有实际资产，而不仅仅是纸上的权利。他们可以等待很快就会到来的经济复苏最终来临，或者，他们是这样认为的。

但投机过热的下降导致房地产和土地建设的需求日渐干枯。然而，税赋和贷款利息却不会间断。霍默尔在 1933 年出版的一本书中极富预见性地指出，缓慢地但却是无情地，房地产投机者的情况越来越糟。并且，他们导致其银行也备受煎熬。在 1933 年的芝加哥，200 家银行中有 163 家停止支付存款。在 1930 ~ 1933 年的几年间，就有 4,800 家银行倒闭，导致它们倒闭的最大原因是房地产贷款，而不是股票经纪人的倒闭。[16]

在哈伊特的著作出版半个多世纪之后，其分析对今天仍然具有

相当的意义，尤其是对 1987 年 10 月 19 日纽约股票市场和 1990 年 1 月日本股票市场的崩溃，具有更重要的意义。1987 年 10 月美国股票市场发生严重问题，美国货币当局为了防止经纪人贷款出现问题而向银行体系注入了大量资金，从而迅速解决了这一问题。其中，当时实施的 50%的保证金要求无疑很有帮助；但对资产投资的保险却没有什么益处。因此，房地产市场经历了漫长的痛苦时期。房地产建设速度放慢，新的建设中止。办公楼空置率急剧上升，但上升速度有时并不一样，这往往取决于地理位置，取决于该项目是否处于市中心、中间地带，或是处于 80 年代经济繁荣时期形成的郊区“城市边缘地带”。

对哈伊特观点的经典说明是洛克菲勒中心财产公司案例。在位于曼哈顿中心地带的洛克菲勒中心被作为投资出售给三菱实业后，该公司拥有了该中心价值 13 亿美元的抵押品。这笔抵押品由一家不动产信托投资公司持有（也就是所谓的 REIT）。报纸上的一篇文章曾详细指出，1987 年，该信托公司试图增加信托收入，主要手段是利用短期贷款购回正在以折扣价格出售的债券。其中获得的收益用作红利支付。1989 年，由于房地产市场情况加速恶化，该信托公司决定出售（take out）信用证，付清短期债务。据说，该公司的董事会主席曾经说过“这是当时能够做到的审慎的事情之一”。[17]也许，是哈伊特书的第 14 章让他了解了在股票市场崩溃后，房地产市场将长期处于萧条之中。经过了一段较长的痛苦时期以后，该信托公司破产了。

日本的股票、房地产市场和银行

与近期的美国相比，霍默尔·哈伊特模型在日本取得的胜利甚至比在美国更加令人印象深刻。在日本，市场情况较为复杂，当时有关当局正逐步放松金融管制，日本企业在海外以及海外企业在日本大量投资，日元汇率从 1982 年 1 美元兑 260 日元上升到再次下跌前的 80 日元。20 世纪 80 年代中期，日本货币当局与七国集团，即世界主要经济体——加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国

和美国——的金融当局一道，为了刺激世界经济复苏而下调利率。

日本经济在20世纪50年代末期和整个60年代都处于繁荣时期。这期间尽管出口有所波动，但总体上仍呈增长趋势，投资和储蓄水平居高不下，引进了大量的技术，技术发明与技术创新不断涌现。如果将1949年5月的日经股票指数定义为100，到70年代初期，该指数就已上升至5,000，到1984年达到了10,000。到1986年又提高了20%，达到12,000，后来在泡沫的滋长下飙升，到1989年底居然达到了39,000的水平。[18]但股票交易总量的增长步伐却没有完全跟上，仅从1983年的1,200亿股增加到1989年的2,800亿股。[19]

这一时期，日本房地产市场发展的步伐也并未落后。如果以1955年的六大城市住宅房地产价格指数为100，那么到70年代中，该指数就已经达到了4,100的水平，1980年为5,800左右，到1989年达到20,600的最高峰。[20]几十年来日本的土地泡沫飞涨，市场甚至出现这样的说法，即东京的土地价值超过了整个加利福尼亚州的土地价值，而后者比整个日本都大，还有一个说法是整个日本的土地价值是美国全国土地价值的4倍。[21]

我没有掌握足够的资料断言该阶段日本股票市场的繁荣滋长了房地产市场的繁荣，或是相反，或是两者相互作用。同时，我也不太清楚日本当局采取的哪项措施是启动泡沫的冲击事件，因而应受到责备——是放松银行管制，[22]还是日本银行加入了其他中央银行的行列下调了利率？但可以肯定的是，几乎没有一个泡沫反映出与以消费者价格指数或批发价格指数计量的通货膨胀率同样的变动趋势。日本的消费者价格指数仅从1983年的100上涨到了1989年的103.9，而批发物价指数在同一时期从100实际下降到93.6。[23]

如前所述，在过去二十年左右的时间里，部分迫于外国当局的压力，日本放松了银行管制，而这实际上又助长了银行支持股票和房地产投机。竹田正彦和菲利普·特勒（PhilipTurner）在国际清算银行一篇长达23页的研究报告的附录中，列举了日本在放松管制过程中的种种措施。[24]尤为重要的也许是放松对大额存款利率的管制，大额存款的最低限额从10亿日元（存款期限为3个月至2年）

下降至1986年的5亿日元和3亿日元，1987年的1亿日元（期限为1个月以上），1988年的5,000万日元和3,000万日元，最后到1989年的1,000万日元。[25]这一过程初期，日本银行将其贴现率从1982年的5.5%下调至1983年的5%，1986年的3.5%和一年后的2.5%。1986年的下调是与美国联邦储备系统，以及德意志联邦共和国的德意志联邦银行下调贴现率同时进行的。但相反的是，先是美国于1987年中期，然后是德国于1988年，开始缓慢上调利率。日本则直到日本银行的新任行长三重野于1989年12月上任后才改变政策方向。这引发了1990年1月的经济崩溃。危机爆发之时，正值银行丑闻揭露之际，有人告发一些大银行与客户勾结，对一些好的贷款计提呆账准备金，并修改账目来掩盖以上行为，[26]这一丑闻的曝光加剧了危机。

随着日经指数的下跌，房地产价格也随之下降，之后开始了缓慢但却是大幅度的下降，人们猜测这主要是由于交易总量的下降。《纽约时报》报道，日本政府1995年的一项研究仍然得出这样的结论，认为东京的住宅价格是纽约同等条件价格的30倍，住在东京市中心的家庭须支付13倍于其年收入的资金用于住房，而纽约仅为3倍。尽管如此，房地产价格下跌对金融机构仍给予了沉重的一击。美国每天的新闻报道中充斥着对日本银行和金融机构坏账的估计，这些坏账大部分产生于房地产，总量约在5,500亿美元左右，准确的数据取决于日元对美元的汇率。[27]商业和工业企业破产率稳定在一个月100家左右。日本政府不得不援助3家大型信用联盟，并且有若干家银行遇到了麻烦。一些银行（和保险公司）所遇到的困难由于其持有的外国资产损失而进一步复杂，这一题目将在下一章中进行探讨。人们希望日本银行连续下调贴现率以缓解困难，从1991年起，贴现率从6%的水平逐渐下调至1995年9月的0.5%。由于银行贷款利率在3%以上，因此，贴现率的下降使得他们拥有了明确的利润来源，前提是他们能够发现借款人。但在经济衰退中，做到这一点似乎也很困难。这十年的最后时期，短期利率接近于零，但当局仍未能成功实现刺激借款复苏的目的。日本经济的两位专家把日本在下一个十年里将面临的问题概括为“债务、通货贬

值、贷款违约、人口增加和放松管制”。[28]

资产价格与货币政策

日本银行贴现率的下降，尤其是自 1986 年以来贴现率的下降是在七国集团其他成员的压力下，在人们普遍认为日本总体价格水平长期稳定的事实下开始的，它滋长了泡沫经济。在日元对美元汇率从 1985 年的 240 日元升至 1986 年的 170 日元、1987 年的 145 日元和 1988 年的 128 日元期间，日本的商品和服务价格在很大程度上被压到了很低的水平。货币升值抑制了价格水平，有时甚至会降低价格水平，并往往对贸易余额产生不利的影响。但是，日本的储蓄率很高，因此，尽管经常项目余额多少有些下降，但仍然为正，对美国的贸易余额也保持稳定。[29]

许多中央银行家都以价格稳定作为货币政策的主要目标，[30]他们究竟是采用批发物价指数还是消费者物价指数或国内生产总值平减指数，在此并不重要。但如果股票或房地产泡沫的破灭将影响到银行的总体清偿能力，那么就有必要认为中央银行家也应关注资产价格。有观点认为，资产价格应当纳入一般价格水平之中，因为在一个拥有有效市场的世界里，它们可以预示将来的价格与消费。[31]但这一观点是假定资产价格由一些小范围内的基本因素决定，因为它们往往较为确定，不会受到从众行为的影响，从而导致泡沫的最终破灭。

国际清算银行以包里欧（Borio）、肯尼迪（Kennedy）和普劳斯（Prowse）为主的一个研究小组已经创建了从商品和服务价格中分离出来的一系列资产价格指数。很自然地，人们就会问到这样做的最佳方法，以及商用和住宅房地产要素的有关数据是否对该国整体市场具有代表性，并是否在总体指数中占有适当的权重。[32]鉴于主要获得的是发达国家的数据，包里欧和他的同事们制作了一些图表，提供了 13 个国家，大部分是七国集团国家和北欧国家有关这一指数及其组成的实际指标。根据这些指标制成的图表表明，上述各国的股票市场和两类房地产均明显具有类似的变动轨迹。[33]当然

也有不一致的地方：例如美国和瑞典的商用房地产自 1985 年以来就呈下降趋势，而荷兰的房地产却没有追随股票变动趋势而变动。但这些图表却指出了本章的主题：某一个市场上的投机热和经济崩溃可以传播到其他市场。

该报告最重要的一点也许是，这些图表表明了芬兰、日本和瑞典自 1980～1988 年或 1989 年间，股票价格的五次上升，从而驳斥了不存在泡沫，资产价格遵循有效市场的假定并反映了基本经济因素的观点。

注释：

1. 彼得·M. 盖伯，“郁金香热”，载于罗伯特·P. 弗赖德和彼得·M. 盖伯，《投机泡沫，投机攻击和政策转变》（麻省剑桥：麻省理工学院出版社，1994 年），第 72 页。

2. 盖伯分析了八种郁金香花种的价格波动趋势，分析表明在大多数情况下，1636 年 11～12 月至 1637 年 2 月，都有一定的障碍阻止了价格的投机性上涨。“郁金香热”第 62 页的图 3.1 中，1625 年名为塞伯尔奥古斯塔斯的郁金香花种一捆的价格为 2,200 荷兰盾，而到了 1637 年则涨到 5,500 荷兰盾，他在两者之间画了一条直线，因为后者也许使人们以为价格在这十多年里一直小幅连续上涨，而非大幅跃动。图中还运用其他直线说明 1637 年 2 月 5 日的加权平均数大大低于高峰峰值。盖伯驳斥了西蒙·查马对这一事件的说明（《富人的窘境：对黄金岁月的荷兰文化的一种阐释》，纽约：诺普夫，1987 年，第 350～366 页）。但查马的书中大量引用了荷兰语的资料来源（E.H. 克莱雷格，《尼德兰富人的投机》（阿姆斯特丹：坎本，1942 年）），他引用了 11 个人对此的描述，而盖伯仅列举了两本一般性的参考书，并未指出他引用的是哪一页。盖伯也引用了同一个作者论述 18 世纪“郁金香泡沫”的后期著作——《繁荣时期的出口》（海牙：瑞吉克斯，1946 年）——但所引用的所有资料都包含在该书的最后几页，开玩笑地说，他只引用了书后的价格，而不是书中的内容。盖伯利用 18 世纪价格崩溃

的模型说明 1636 ~ 1637 年的投机，表明，随着供给增加，新花种的价格下跌，但他没有考虑到这一事件中也有泡沫成分存在。参见该书表 3.3、表 3.4，第 69 ~ 70 页。

3. N. W. 波瑟默斯，“1636 年和 1637 年的郁金香热”，《商业与经济史杂志》第 1 卷（1928 ~ 1929 年），W.C. 斯科维尔及 J.C. 拉弗斯编辑的《西欧的经济发展》第 2 卷，《16 世纪和 17 世纪》(麻省莱克星顿：D.C. 黑斯，1969 年)，第 169 页。

4. 查马，《富人的窘境》，第 358 页。其资料来源于克里莱格的《鲜花的投机》。

5. 瑞士圣加伦大学的约克·鲍姆伯格教授曾引起了我对某篇文章的注意，该文章对此说法提出了异议：彼得·埃希霍尔兹“住房价格指数：Herengracht，1628 ~ 1973 年”，《房地产经济学》第 25 卷第 2 期（1997 年)，第 176 ~ 192 页。Herengracht 是一个时髦的居住区，那里有许多商人的住宅，分三阶段建成：1585 年、1612 年和 1660 年。以房屋再出售价格为基础的房地产价格指数有一些问题。这一名义的半年发布一次的指数与实际的经过价格指数并无太大的不同，在 1632 ~ 1633 年间从 218（1628 ~ 1639 年为 100）下降至 1634 ~ 1635 年的 113.5。之后的 1636 ~ 1637 年小幅上升至 124，1638 ~ 1639 年再上升至 137，之后暴涨至 189 和 1642 ~ 1643 年的 250。高收入阶层的住房价格指数可能并不具有代表性，但这一指数与郁金香价格并没有多大的相关关系。

6. 约翰森·伊斯雷尔，《荷兰共和国：崛起、壮大与衰退，1477 ~ 1806 年》（牛津：克莱伦顿出版社，1995 年)，第 533 页。杨·德·弗莱斯和阿德·范德伍德认为 1636 年夏天，对商品衍生产品的投机的扩散远远超过了郁金香爱好者们的投机怪圈（《第一个现代经济：荷兰经济的成功、失败与坚持不懈，1500 ~ 1815 年》，剑桥大学出版社，1997 年，第 150 ~ 151 页)。

7. 简·德·弗赖斯，《轮船与资本主义：荷兰经济运输》（威根宁根：A.G. 比德拉根，21，1978 年)，第 52 页。

8. 伊斯雷尔，《荷兰共和国》，第 533 页。

9. 盖伯，“郁金香热”，第 71 ~ 72 页。

10. 伊斯雷尔，《荷兰共和国》，第 33 章。

11. 前引文献，第 869 页。

12. 霍默尔·哈伊特，《芝加哥土地价值 100 年：芝加哥的增长与土地价值上升之间的关系，1830~1933 年》（芝加哥：芝加哥大学出版社，1933 年）。

13. 在哈伊特的《土地价值》第 165 页中引用。这也说明了我们常常引用的“大傻瓜理论”——一位投机者之所以买进他认为定价过高的资产，是因为他坚信他可以将之出售给更傻的傻瓜——至少可以追溯至一个世纪以前。

14. 弗里茨·斯坦，《黄金和钢铁：俾斯麦、布莱施罗德和德意志帝国的建立》（伦敦：阿兰和尤温，1977 年），第 161 页。

15. 哈伊特，《土地价值》，第 102 页。此次繁荣的一大刺激因素是 1871 年 10 月 6 日的大火，毁灭了该城大约四分之一的房屋。

16. 哈伊特，《土地价值》，第 401 页。

17. “如何毁灭安全带：洛克菲勒中心的金融家们是否走得太远?”，《纽约时报》，1995 年 10 月 5 日，D1 版、D11 版。

18. 根据竹田正彦和菲利普·特勒的“日本金融市场自由化：若干重大问题”，《国际清算银行经济报告》，第 34 期（1992 年 11 月）第 53 页上的图 8 尽可能地确定相关数据。

19. 前引文献。

20. 经济情报中心，《1994 年的日本：国际比较》（东京，1993）图 11-3，有关日本土地价格的上升，第 83 页。

21. 滨田光一，“泡沫、破灭与挽救”，冈边等编辑，《日本经济结构》（伦敦：麦克米兰，1995 年），第 263~286 页。

22. 竹田和特勒，“日本金融市场自由化”。

23. 经济情报中心，《1994 年的日本》表 9-1，第 70 页。

24. 竹田和特勒，“日本金融市场自由化”，第 99~121 页。

25. 前引文献，表 A-1，第 120~121 页。

26. 前引文献，第 58~65 页。滨田呼吁揭露“丑闻”（第 9 页）。

27. “对日本经济基础的侵蚀：房地产市场的崩溃威胁着整个

经济”，《纽约时报》，1995 年 10 月 4 日。

28. 大卫·阿希尔和安德鲁·斯密瑟斯，“日本 21 世纪面临的主要挑战”，《SAIS（高级国际研究学院）政策论坛研究》1998 年 4 月。

29. 经济情报中心，《1994 年的日本》第 52 页图 5-9，以及第 44 页的图 4-18。

30. 参见 C.E.V. 包里欧、N. 肯尼迪和 S.D. 普劳斯的文章，“总体资产价格波动的国别研究：计量、决定变量及对货币政策的影响”，《国际清算银行经济报告》第 40 期（1994 年春），第 46 页：“货币政策的首要目标应是稳定价格，这一点已为人们广为接受”。

31. 参见阿门·A. 阿尔奇安和本杰明·克莱因的“正确计量通货膨胀”，《货币、信用和银行业杂志》第 5 卷第 1 期（1973 年 2 月），第 172~191 页。

32. 人们可以这样争辩，居民房地产占房地产总量 70%的比重，这一比例被过高估计，因为大多数居民的房地产的用途是居住（即购买房地产的目的是消费），而不是被当做金融资产。

33. 包里欧编辑，《总体资产价格波动探讨》图 A.1，第 72~74 页。

第八章 危机的国际传播

谁引起了危机?

历史上一个十分普遍的现象是从地域上寻找危机的原因。例如，美国胡佛总统一直坚持认为欧洲应对 1929 年的大衰退负责。尽管他也承认美国在这次危机中有一定的失误，尤其是对股票市场的投机，但他认为危机的主要原因是全世界小麦、橡胶、咖啡、食糖、白银和锌等商品生产过剩，在一定程度上，棉花也出现了生产过剩的现象。但是，主要的错误还是欧洲的，是欧洲的卡特尔集团，以及“欧洲那些没有勇气面对这些问题的国家领导人”犯下的错误。[1] 另一方面，弗里德曼和斯沃兹却认为，金汇兑本位制度的实施是当时国际金融体系脆弱的主因，因此，此次危机起源于美国。他们指出，最初具有危机性质的事件——股票市场崩溃——在美国发生，而在 20 世纪 30 年代末期，导致货币存量开始下降的一系列因素也主要产生于美国国内。[2]

在更早时候的 1837 年，美国杰克逊总统将那年金融危机的荣誉在英国和美国之间平分:

在真相大白之后，似乎很难否认两个国家同样经历了金融市场的风云突变。这两个世界上最商业化的国家刚刚享受了高度的繁荣，在没有经历全国性大灾难的情况下，却突然遭遇了此次危机，陷入窘迫的境地和深深的痛苦之中。这两个国家都有同样的纸币和信贷泛滥、同样的投机气氛、同样的稍许成功、同样的困难和逆境，最后，是同样的淹没一切的大灾难。[3]

一位现代经济学家对 1837 年危机的论断与此类似，人们大都认为该论断具有普遍性：尽管危机 20 年之后的观察家们将 1836～1837 年的经济恐慌称做是“美洲的恐慌”，理由是这些恐慌主要产

生于和美国的贸易，之后也仅发生在这一范围之内，[4] 但马休斯却认为它“既未能总结出各国在整个经济周期中因果关系的明确界限，又未能总结出它们在经济周期的每一阶段因果关系的明确界限”。[5]

弗里德曼和施瓦兹利用黄金波动现象，再次说明了美国是1920～1921年爆发经济衰退的主要原因。[6] 而另一位观察家却持不同意见：

(战后初期经济活动的下降）是怎么产生的？……我认为答案肯定是：它是英国和美国这两大经济大国精心设计的。但我没有发现谁先实施的这一政策。当然，官方对此项政策的最早声明无疑是英国方面的声明。另一方面，随后一段时期中，美国的相应政策在引起危机爆发的过程中也占据了很大的权重。[7]

只有很少几次危机是纯粹的国内危机——例如1869年的美国、1878年的格拉斯哥城银行和1882年法国的通用联盟（Union Générale）都发生了黄金贴水危机。在第一次世界大战之前的半个世纪，加拿大分别于1879年、1887年和1908年频繁爆发金融危机，但这几次危机与将西欧、斯堪的纳维亚国家和美国联结在一起的主要金融事件似乎只有很少的联系。[8] 在这种情况下，不会产生地理上的因果关系问题。在国际性金融危机中，出于明显的原因，一个或一个以上的国家不时地处身于危机之外：如为了法兰西—普鲁士战争赔偿，法国于1871年和1872年经历了严重的通货紧缩，因而得以逃脱1873年的金融危机；而在1847年，美国由于其铁路繁荣尚未到来，且此时欧洲正值马铃薯疾病泛滥、小麦生产动荡之时，因而它没有受到欧洲的影响，避免了1847年的危机。此外，一些地区与金融风暴中心的联系在一些特定情况下十分模糊，如科隆与1848年伦敦—巴黎危机的关系，或意大利与1866年和1907年危机的关系。但在大多数情况下，国际金融体系的危机将从一个国家波及另一个国家。再一次地，几位观察家如尤格勒（Juglar）、[9] 米特切尔（Mitchell）[10]和摩根斯坦（Morgenstern）[11]都认为，金融危机已日益趋于国际化，既可能各国同时爆发，也可能以一种或另一种方式从危机中心地带向其他国家蔓延。

毫无疑问，商品价格在国际市场上是同升同降的。但较为特殊的是证券价格也同样波动，即使只有一些证券可以说是真正的国际化证券，也就是说，只有一些证券是在若干市场上交易的，由于套利行为，它们的价格日益趋同。1929 年，各国股票市场同时崩溃；1987 年 10 月，除了受影响不大的东京股票交易所外，工业国家的大部分股票市场也是同时崩溃，对于当时那些漫不经心的观察家而言，主要原因似乎是所有的股票市场定价都过高。尽管人们认为 20 年代的金融市场并不像 80 年代那样一体化，但是，除了东京和纽约股票市场 1987 年和 1990 年的情况外，在大约 60 年的时间里，各国股票价格的波动都大致相同，这一点令我印象深刻。同样令人印象深刻的是，那些寻求投资多元化的投资者试图在不同国家的股票市场上购买股票，但最后发现他很难实现投资的分散化。这一点自 1990 年以后变得更加明显。日本在随后十年发生的金融问题，美国是没有的。墨西哥 1994 ~ 1995 年的金融危机也波及巴西和阿根廷，但是阿根廷的经济至少挺住了。1997 ~ 1998 年的亚洲金融危机并未殃及美国和英国，却在 1998 年波及巴西，以及与巴西距离遥远的俄罗斯。绝大多数欧洲国家既没有受到亚洲金融危机的波及，也没有受到华尔街繁荣的影响。

传导机制

经济繁荣、经济危机与经济恐慌通过一系列因素在各国经济间传递：这些因素包括对商品和证券的套利（以及当某一个市场上的价格变动时，另一个市场的价格也会上升或下降，而实际上并没有买卖行为发生），各种形式的货币——硬币、银行存款，以及有利息的汇票——流动由于未抵补保值的套利而波动，各国货币当局之间的合作，以及往往被人们忽视的纯粹的心理行为。[12]此外，以上因素也具有不同的表现形式，它们可能以不同的方式联系在一起。我们先以几个段落的篇幅对此进行分析，然后再以历史来说明。

一个国家的经济繁荣与恐慌似乎会引起另一个国家的经济繁荣与恐慌，这往往是通过我们在第三章中讨论过的纯粹的心理渠道传

导的。正如一个国家经济中存在的巨大的泡沫滋生了另一个国家的泡沫一样，某一个金融市场上存在一系列泡沫似乎也会刺激其他国家金融市场产生泡沫。同样地，经济恐慌也通过心理行为不断传递。

商品之间存在的这种联系可能会，也可能不会导致商品交易的变化。当19世纪30年代某国棉花价格飞涨时，所有其他国家的棉花价格也随之飞涨，而在1864年以后，该国棉花价格下跌，导致了世界性的下跌。当某一件商品——尤其是那些诸如小麦或棉花这样大范围交易的商品——价格下跌时，很可能会导致其供求关系变化，从而引起遥远的国度出现企业和银行破产，这主要取决于市场的脆弱程度，而它又与投机者的杠杆经营水平有关。

这点在证券市场上也是一样的。在世界范围内进行交易的证券，其价格的上涨与下跌也是国际性的，但仅在国内交易的证券不必交易也会发生随其他证券价格的波动而同步的变化，这主要是通过心理传导机制或通过短期资本流动对利率的影响而产生的。

在货币方面，由于发现了新的金矿或银矿，或是由于旧的金矿或银矿枯竭，或是由于在供给稳定的情况下信贷与价格发生波动，实际货币供应量也许会有所增减。此外，正如在第四章中讨论的，金汇兑本位制的实施或诸如欧洲货币市场这样的中介形式可能会引起国际金融扩张。某一个国家可能会发生通货膨胀，并且，其经济繁荣可能通过资本输出传导至其他国家；这样，在短期内该国的通货膨胀可能会中止，但也可能不会。资本流动也许具有现实的原因，例如战争、革命、新市场的发现以及创新等，但也可能由政策变动（即货币政策、财政政策等）导致，或由汇率和外汇投机不均衡导致。

至于各因素之间的相互联系，想一想汇率升值与通货贬值之间的关系，或是汇率贬值与通货膨胀之间的关系，正是这种关系将汇率与价格联系在了一起，并将它们与破产、银行停业和货币供应量联系起来。例如，弗里德曼和施瓦兹认为，“实际上很难将（美国）银行倒闭的后果归因于当时的海外影响”。[13]我却认为这很容易。20世纪30年代初期，阿根廷、乌拉圭、澳大利亚和新西兰的货币贬

值实际上压低了美国的小麦价格。* 谷物价格的下跌波及玉米和其他种植物，从而引发大量农场主的破产，以及农业地区银行的倒闭，尤其是1930年密苏里、印第安那、伊利诺伊、爱荷华、堪萨斯和北卡罗莱纳地区许多银行的倒闭。[14]

经济繁荣与衰退也具有国际联系，但有时更为复杂：一个国家的经济繁荣也许会中断其外国贷款，而正是后者助燃了贷款接受国的投资。最明显的例子发生在1872年，当时柏林和维也纳停止了向纽约发放贷款；1928年第二季度，纽约股票市场开始繁荣，原因是大量外国债券涌入，并在1929年10月大崩溃之前使借入大量资金的借款人（德国、澳大利亚和拉丁美洲）陷入困境之中；1981年，由于向第三世界发放的银行辛迪加贷款崩溃，阿根廷、巴西、智利和墨西哥等国陷入危机之中。

一个尤为引人注目的、在相邻国家同时发生泡沫的事件是20世纪80年代末和90年代初的斯堪的纳维亚半岛，尤其是其股票市场。如果以1980年的实际股票价格指数为100，也就是扣除了价格上涨因素后的股票价格指数为100，1990年，挪威和丹麦的股票价格指数上升到了300，而瑞典和芬兰则分别于1987年和1988年上升至500。[15]

The Kipper – und Wipperzeit

这一病态的金融插曲十分有意思，因为这次危机说明了危机本身主要是没有银行信贷的金属币的危机的可能性。此次危机中，王子、男修道院院长、主教、甚至是神圣罗马帝国的皇帝都降低了日常交易中使用的降低成色的辅币（但不是大面值的金币和银币），主要方式是提高现有货币的面值，以劣等金属币替代高质量的金属币，或是降低其重量，目的是在没有一个有效的税收制度和资本市场的情况下获得更多的铸币税——为1618年爆发的三十年战争筹

---

* 而如果发生通货膨胀，则会提高汇率贬值国家的小麦价格，正如我们在1971年以后所发现的一样；而如果濒临通货贬值边缘，则会降低升值国家的小麦价格。

备费用。一开始，降低金属币的成色仅限于降低成色者自己的领地范围。后来，人们发现，如果将劣币带到邻近国边界并用之向不了解情况的普通大众交换良币，带回良币，再降低它们的成色，这样做更有利于筹集军费。结果，最初受到这种行为伤害的领地降低其硬币的成色，并将其转向其他的邻近领地来弥补自己的损失，积累自己的战争军费。这样，越来越多的铸币厂成立了。降低成色的行为以各种各样的方式不断发展，直到辅币实际上已经没有价值，孩子们拿着它们在街上玩时才中止，列夫·托尔斯泰曾在其短篇小说“傻瓜伊万”中描述了这一过程。

让我感兴趣的是这个事件的蔓延。柏林费里大学沃尔夫拉姆·费舍尔教授的办公室向我提供了一些当地的资料，它们指出降低了成色的货币首次出现于意大利，后来通过康斯坦斯湖的切尔主教传入德国。但来自乌尔姆（ULM）的资料却认为，包括斯特拉斯堡在内的莱茵河上游流域的伪造行为尤其让人难以容忍。自 1600 年开始小规模发展以来，降低成色的行为慢慢地逐步增加，到 1618 年以后加速增长，不仅扩散到了整个德国，而且还发展到了奥地利、匈牙利、捷克斯洛伐克，最后甚至扩张到了波兰，还有人认为甚至通过俄罗斯的 LVOV 发展到了近东和远东地区。[16]

南海泡沫和密西西比泡沫

阿克尔曼（Akerman）将 1720 年危机称做是第一次国际性危机，因为 1717 ~ 1720 年期间，法国和英格兰的投机在荷兰和意大利北部的城市，以及汉堡都有反响（在更早的一次交流中，他提出被我所称做第 15 次标准的国际性周期始于 1825 年）。[17]南海泡沫和密西西比泡沫以一系列方式联系在了一起。早在 1717 年，英国投资者就紧紧追随着巴黎的克文坎佩克斯路（Rue de Quincampoix）事件，在这里，人们对约翰·罗伊的银行和企业进行交易。到 1719 年 5 月，英国驻巴黎大使斯塔尔收到了其在苏格兰的朋友和亲戚的来信，请求他为他们代购 Compagnie des Indes 的股票。约 3 万名外国人，包括一些英国贵族涌入巴黎，亲自认购该股票。5 月，斯塔

尔大使敦促其政府采取措施与约翰·罗伊进行竞争，并减缓资本从伦敦向巴黎的流入。随着罗伊的体系于1719年12月达到顶峰，一些投机者，比如查德斯公爵，开始出售南海股票，购入密西西比股票。[18]

英国人在巴黎购入密西西比股票的同时，许多欧洲大陆的投资者也在伦敦购入南海股票。西尔多·简森爵士手上握有一个长长的来自日内瓦、巴黎、阿姆斯特丹和海牙的认购者的名单。兰伯特手上握有的法国购买者名录中包括银行家马丁，正如我们在前面所引述的，他认购了500英镑的南海股票，同时说道："当世界上所有的其他人都发疯的时候，我们必须以某种方式效仿他们"。当7月一些早期的觉悟者开始清盘时，挪用了20万英镑公共资金进行投机的伯尔尼省出售了其持有的全部股票，获得了高达200万英镑的利润。[19]

阿姆斯特丹当时的情形介于巴黎与伦敦之间。显然，它在这场投机风暴中表现良好。据说荷兰人在一个十分恰当的心理时期出售了他们所持有的密西西比股票，在大崩溃中损失很小。1720年4月，也许有点过早，戴维·里维将其持有的南海股票清盘，购入了英格兰银行和东印度公司股票。到那一个月末，荷兰银行家克雷利斯冷静地发现艾利股票交易所就像"什么也没有一样，似乎所有的疯子都立即逃出了疯人院"。[20]6月和7月，从英国坐船到阿姆斯特丹耗时12小时，7月16日，约有80个犹太人、长老派信徒和浸礼教徒出发离开了荷兰和汉堡，投机于欧洲大陆保险公司的股票，以弥补损失。[21]到秋天，伦敦和欧洲大陆都出现了灾难即将来临的信号。萨缪尔·伯纳德，这位法国银行家被派往伦敦出售南海公司股票，以取得黄金带回法兰西，结果由于罗伊的投机机制崩溃，形势逆转。荷兰银行则"缩短了航程，收回预付金，拒绝继续发放贷款，并出售了作为抵押物的股票"。[22]当4月南海股票第一次上升，"法国、荷兰以及一定程度上的丹麦、西班牙和葡萄牙"都在买进该股票时，阿姆斯特丹的英镑汇率从35－4（35.125荷兰盾）的水平上升至36－1（36.03125荷兰盾），到9月1日，由于"外国人失去了对英国证券的兴趣"，又下跌至33－11（33.34375荷兰盾）。

随后在恐慌的顶峰时期又恢复到 35 - 2（35.0625 荷兰盾）。[23]

1763 ~ 1819 年

1763 年的危机主要涉及荷兰、汉堡、普鲁士和斯堪的纳维亚，波及伦敦但也得到了伦敦的帮助。法国没有卷入这场危机；七年战争的爆发直接对它产生了不利影响。乔治·查尔墨斯，这位当时深具洞察力的观察家宣称，同期发生于美国的土地投机是导致这次危机的因素之一，但这个观点并未得到当时其他文献的支持。[24]阿姆斯特丹曾是向英国盟友支付资金的集散地，当时的荷兰既投资于英国政府股票，又投资于 Wisselruitij（亦即通融汇票链），导致了信贷的扩张，而德纽夫尔正是利用通融汇票链在资金极少的基础上构建了他那令人眼花缭乱的大厦，并向斯德哥尔摩、汉堡、不莱梅、雷普兹格（Leipzig）、阿尔托那（Altona）、纽贝克（Lübeck）、哥本哈根和圣彼得堡的商品交易所开具了大量票据。除通融汇票外，在阿姆斯特丹流通的还有根据商品运输安全开具的票据。当战后商品价格下跌时——尤其是食糖价格下跌，这也许是法国西印度公司恢复船运的结果，这是我能够找出的原因——价格普遍下跌，票据得不到支付。[25]据说汉堡曾警告阿姆斯特丹的票据所，除非向德纽夫尔提供援助，否则它将停止支付其票据。从一个方面来看，这封信来得太晚了。[26]而另一封信则仅仅告知阿姆斯特丹拯救该企业的计划失败，原因是该企业的声誉太差。[27]从长期来看，德纽夫尔本来可以偿还其 70% 的债务，但各票据所却在知道这一点之前与债权人达成了协议，偿还了 60% 的债务。最终，汉堡的债权人不得不苦苦等待 36 年，到 1799 年才回收了相当于 60% 的债权。[28]在普鲁士弗雷德里克二世统治时期，爆发了 Coup de Grace 事件，他于 1759 年降低了银币成色以赢得战争，并决定收回旧的银币，发行在阿姆斯特丹铸造的新币，并以荷兰银行家开具的信贷为基础。[29]但在发行新币之前就回收旧的硬币给信贷体系施加了通货贬值的压力。

正如我们以后将看到的，伦敦拯救了阿姆斯特丹，并通过这次

拯救行动在荷兰贸易中占据了相当的比重，在向斯堪的纳维亚和俄罗斯融资中也占据了相当的比重。在普鲁士，弗雷德里克大帝也不得不援助那些由于其票据被拒付而陷入危机中的柏林商人，而这与他本来的意愿大相径庭。[30]瑞典企业在1762年的初秋也开始纷纷抱怨其票据在阿姆斯特丹被拒付，不能用于支付，同时，寄去替代票据的汇款却被留下。人们在阿姆斯特丹是否试图出售其持有的英国证券以挽救自己这一点上争论不休。威尔森声称阿姆斯特丹正是以这种方式将危机传到了伦敦；而卡特尔则坚持认为，她没有从往来账目中发现出售的证据。[31]

我们可以继续列举许多危机。1772年的危机从苏格兰和伦敦波及阿姆斯特丹，然后影响到斯德哥尔摩和圣彼得堡。而大量硬币从巴黎流向伦敦也引起了1792年大恐怖时期的运河和乡村银行热，后者于1793年1月路易十四时期达到了顶峰；贵金属的流动于1797年自动逆转，当时，在执政政府统治下，货币秩序多多少少得到了恢复。1799年，汉堡—利物浦危机爆发，这多少与欧洲大陆的封锁有关。再往下就是可能被人们认为是高度集中于英国的1810年危机，当时，英国的出口商先是向巴西的出口过度，然后又由于封锁减少了向波罗的海的出口。但这次危机也波及汉堡和纽约。

1816年和1819年危机所具有的国际性也可以用几个字来总结。1814年，战争即将结束的前景使得英国厂商向欧洲大陆大量出口。一些敏锐的观察家将之称做一次出口狂潮，但它很快就像南海和密西西比泡沫一样破灭了。当价格崩溃时，商品被运往北美洲，结果导致1816年美国实行新的关税政策。这是一次没有经济恐慌，甚至没有危机的极度经济衰退。[32]而1818年和1819年的危机都在大西洋两岸引起了经济恐慌；这些恐慌无疑是相互关联的，但它们关系的确切性质尚不明显。1819年的危机是继1818年商品投机崩溃、信贷中止和“明显地由前一阶段的过度贸易导致的”金融困境后发生的。[33]1819年英国发生的主要事件是恢复硬币支付和彼特鲁的大屠杀，当时，进行抗议的曼彻斯特工人及其家庭遭到了骑兵的镇压，至少有八位抗议者死亡；斯马特将这一年称做是“灾

难降临的一年”。[34]在美洲，美国第二银行的分行纷纷要求州银行赎回由第二银行持有的大量余额和钞票，从而引发了经济恐慌。该行动的目的是，集中400万美元的硬币偿付在1803年为了应付路易斯安那的购买狂潮而借入的欧洲借款。[35]但第二银行本身就是一个泡沫，在1811年解散后又于1817年再次建立。它由贪婪而腐败的董事们经营，收受本票并以此支付股票款额，他们以不同的名字登记认购股票，规避限制所有权集中度的法律规定，批准发放以银行股票作为抵押的贷款，还发放其他没有抵押物的贷款，并允许账户透支。哈蒙德（Hammond）认为18世纪，有节制的商业发展步伐让位于迅速致富的民主感情，怀有这种情绪和冒险精神的人控制了第二银行。[36]也许从这个意义上来讲，此次危机是国际性的。

1825～1896年

1825年的危机涉及英国和南美洲，但也明显地波及巴黎，不过是在经济恐慌于1828年冲击巴黎时才产生的。随着1825年12月伦敦爆发了经济恐慌，欧洲大陆的销售停顿了。这对巴黎、里昂、雷普兹格和维也纳都产生了影响，并迫使意大利和其他依赖这些经济中心的市场减少了购买。在阿尔萨斯等纺织品制造地区，普遍感受到了由库存负担所引起的困难；企业现金水平很低，但通过900万法郎至1,000万法郎本票或最多1,500万法郎到1,600万法郎本票的周转，企业仍保持运行。1827年12月，巴黎西亚银行拒绝更新阿尔萨蒂亚票据，困难达到了顶峰，此时，由于过度交易南美股票，伦敦危机终于抵达欧洲大陆了。[37]

阿克尔曼认为1825年和1836年的盎格鲁—美洲危机与1847年危机正好相反，后者是盎格鲁—法兰西危机。[38]但1825年的危机也并不是非法兰西危机，这一点我们刚刚进行了说明，前两者是不同方式的盎格鲁—美洲危机：1825年危机是盎格鲁和南美洲危机，而1836年危机则是盎格鲁—美国危机。此外，1836年的情况也比1825年更为复杂。

如前所述，杰克逊总统认为引发1836～1839年危机的责任应

在英国和美国之间进行平等的划分，马休斯也认为确定此次危机因果关系的主要一方是无用的。两国的货币扩张极为不同。当时，美国疯狂扩张的银行业得到了白银进口的有力支持，而英国自 1826 年和 1833 年新的立法通过以来建立了大量新的股份合作制银行。英国的投机主要集中于棉花、棉纺织品和铁路；美国则投机于棉花和土地，尤其是可以生产棉花的土地。此外，在英格兰的盎格鲁—美洲银行为英国向美国的出口融资。出于这一原因以及在棉花方面的联系，可以认为这两个市场是连为一体的。

从任何方面来看，这次危机都不是纯粹的盎格鲁—美国事务，尽管人们常常对这一方面进行讨论，并强调其对英格兰银行贴现政策演变的影响。[39]豪利特认为该危机于 1836 年和 1837 年爆发于英格兰，后来蔓延至美国，当 1838 年 5 月英格兰悄悄地从危机中复原时，又波及比利时、法国和德国，最后又于 1839 年反过来波及英格兰和美国。[40]这一分析有点过于简单。美国的危机也直接影响到法国和德国，主要手段是进口量下降、价格下跌和一系列金融联系。里昂立即感觉到丝绸销路的损失。美国人的购买对法兰克福和雷普兹格博览会的成功十分重要。美国在巴黎的代理公司资助了其在伦敦的大量买进，它们和从事类似业务的美国银行家萨缪尔·威尔斯，都早在 1837 年春感受到了倒闭的威胁。[41]法国银行家梅森·霍廷格尔帮助了美国银行的尼古拉斯·白德尔垄断棉花的认购，限制了曼彻斯特、卢恩和阿尔萨斯的纺纱商，此时正值 1838 年夏秋之际，恰好是在同年 11 月由于盎格鲁—法兰西的联合抵制而导致垄断崩溃之前。[42]而且，正如我们将在十一章所看到的，法兰西银行挽救了英格兰银行。在 19 世纪 30 年代，金融世界在贸易、商品价格和资本流动方面跨越大西洋，相互联系，不仅将英国和美国联系在了一起，而且还将法国与两国也亲密联系在了一起。

我们在第六章中注意到，1847 年 1 月，由于催交铁路证券保证金，伦敦陷入困境之中，危机本身则于夏末降临。正如阿克尔曼所述，这是一次盎格鲁—法兰西危机，但在英国与印度、阿姆斯特丹和低地国家的贸易中都得到了反映，在一定程度上还影响到德国，甚至纽约。从伊万斯收集的破产记录中，可以了解到此次危机

的扩散。不幸的是，这些记录主要是关于破产银行和企业数量的一些数据，而不是这些银行与企业资产总量方面的数据，后者可以使我们更好地了解它们的重要性。也许，英国的数据比其他国家的数据都更完善，伊万斯声称数据仅是“主要的外国银行的倒闭”，无疑主要是以英国人的眼光来衡量的。尽管该缺陷比较严重，但其月度倒闭表仍给我们留下了很深的印象，了解到此次危机是如何蔓延的。当法国和德国革命引起了1848年3月和4月的反响时，在人们眼里，英国的危机几乎已经过去了，但伦敦除外，这在伊万斯的数据中可能没有得到适当的记录。

表 8.1　1847～1848年危机期间报告的各城市破产数量

城市	1847年（各月）					1848年（各月）								
	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	10～11
伦敦	11	19	21	25	7	3	7	3	1	8	2	1	1	1
利物浦	5	4	28	10	4		3						1	
曼彻斯特		6	11	8	1				1					
格拉斯高	2	4	6	9	7	6				1				
其他英国城市	2	4	16	7	7	2		1	1					1
					1	11	5		1	2				1
其他英帝国											1	2	1	4
巴黎		1				2	1	14	2					
				1			1	5	2					
		1			1	1		2	13					
法国其他城市			2			1		1		1	1			
阿姆斯特丹				3	1	1		14	4		1			
其他低地国家	1		1	4				4		1	1			
汉堡	1			2		1			7	4	3	1		
法兰克福					3	1			1					
柏林														

较为有趣的一个事例是 1848 年 3 月 29 日（不是伊万斯（E-vans）所记录的 4 月）科隆的 A. 夏夫豪森（Schaaffhausen）银行倒闭，该银行在德国银行业的发展中发挥着一定的作用。为了挽救形势，普鲁士政府允许该银行转化为股份合作制企业，这与当时反对信贷扩张的政策正好相反；这一先例为德国银行 19 世纪 50 年代的大幅扩张铺平了道路，其重大后果是德国经济的增长。[43]由于科隆曾经是汉萨同盟城市，人们预期该银行将伦敦—安特卫普—汉堡—不莱梅—勒阿弗尔（Le Havre）—马赛的商业银行业网络联系在了一起，这个网络是伊万斯描述中的典型。但我能够发现的一个表明科隆的非德国特征是这一名单中包括了夏夫豪森银行的名字。一个当地的资料来源声称科隆处于与荷兰、布来奔特、法国和德国东部及高地德国贸易的交界地带，并深受 1825 年英国危机之苦，大量银行和企业破产。该资料承认，除了为从拉丁美洲进口皮革进行过一些融资外，大多数银行融资都是为当地项目进行的，并多为重工业项目。约翰·沃尔特和亚布拉罕·夏夫豪森一开始是皮革商人，从西班牙购入拉丁美洲皮革，先是从阿姆斯特丹购入，后来是直接购入。亚布拉罕的儿子是一个商人、代理商和掌握大量国际关系的银行家。但他在 1848 年遇到的麻烦主要来自对这个城市不动产投机进行的融资。该银行的资产组合中，近四分之一是其拥有的土地和向单个建筑商发放的贷款，总共约 160 万第纳尔，而该银行的资本仅为 150 万。随着社会日益不安定，存款人提取存款换为现金，该银行先是吸纳了一个荷兰合伙人，后又接受了普鲁士银行科隆分行、明斯特分行、普鲁士 Seehandlung（另一家政府金融机构）以及普鲁士彩票的援助。允许 A. 夏夫豪森转换为 A. 夏夫豪森'scher Bankverein，这也许与以下事实有着一定的联系：即股份合作制银行被禁止投资于建筑地基以及其他所有形式的投机。[44]

引起 1857 年经济恐慌的经济繁荣也是世界性的，对此肯定也有大量文献。加利福尼亚（1849 年）和澳大利亚（1851 年）发现了黄金，导致向这两国的出口大大增加了，并且扩大了欧洲和美国的信贷基础。同一时期，印度的出口大大高于其进口，同时，由于 1848 年革命的爆发，各国对欧洲大陆的投资大大减少，英国和美

国的资本大量流入印度，如果不是这样的话，对美国出口的增加和欧美信贷基础的扩大将更加严重。国际收支的大量盈余是以白银收取的，而欧洲则是以新的成色较好的黄金来替代。此时的欧洲与美国都经历了铁路和银行业的繁荣。英国和德国的股份合作制银行大大扩张，法国的信用合作社也大大扩张，这些机构向贸易和工业企业发放了大量贷款。英国的玉米法案、木材税和航海法引发了贸易繁荣，特别刺激了斯堪的纳维亚的经济。[45]不好的收成与克里米亚战争削减了俄罗斯的出口，提高了世界谷物价格。尽管英国于1846年颁布了玉米法案，但这一时期实际上仍是英国农民的黄金时期。战后，随着俄罗斯重返供给市场，谷物价格下跌，而铁路建设似乎也过热了。“多米诺骨牌”的崩溃始于美国的俄亥俄——或是俄亥俄银行纽约分行——并在纽约、俄亥俄、宾夕法尼亚、马里兰、罗德岛和弗吉尼亚摔落，然后是利物浦、伦敦、巴黎、汉堡、奥斯陆和斯德哥尔摩。伊万关于1857年破产企业和银行的数据甚至比1847年的更为粗略，难以引导我们以同样的方式追踪当时经济毁灭的轨迹。此外，我们可以回顾俄亥俄人寿和信托公司的倒闭，发现当英国国内利率紧缩时，英国人抽回了他们在美国的资金。

令人印象深刻的是危机的集中爆发，包括同年8月24日揭露的俄亥俄人寿公司危机，11月12日伦敦银行法的中止，12月10日奥地利（西尔伯祖格）对汉堡的贷款。克莱泛姆认为它们几乎同时爆发于美国、英格兰和中欧，并对南美洲、南非和远东也产生了影响。[46]罗森伯格将之称做“首次世界性危机”（也正是我的重点所在）。艾尔伯费尔德商会宣称：“世界是一个整体；正是工业和贸易使得它成为了一个整体”。[47]

正如我们已经看到的，危机在1866年继续延续，它从1864年一直持续到1866年。阿克尔曼认为它在许多方面与1857年危机具有同等的意义。它爆发于平民战争之后，而1857年危机爆发于克里米亚战争之后，同时，1866年棉花价格的崩溃与十年前的小麦价格崩溃也有着相似之处。[48]将1864年纳入危机期间意味着将消除一个普遍的看法，即认为此次危机完全是英国危机。[49]这个观点从

来就不太具有说服力。确实，美国在此几乎没有起到任何作用或是没有起到很大的作用。而发生于1866年5月11日黑色星期五的经济恐慌，其时机与普鲁士—奥地利战争紧紧相连，主要是通过战争谣传及其真实性导致股票市场崩溃引起的，也主要是通过1866年5月1日的corso forzoso引起的，当时意大利政府停止了里拉对黄金的可兑换性，并为此从国家银行借入了2.5亿里拉。[50]就像欧文伦德、吉尼的崩溃一样，该事件由资本从巴黎抽回、内部挤提纸币、换取黄金引发，巴黎也为此遭受外国证券清盘之苦。由于战争谣传，4月中的伦敦市场也摇摇晃晃。5月2日，柏林证券交易所发生恐慌，当战争真的于5月12日爆发时，又再次经历了恐慌。5月11日，普鲁士银行将贴现率提高到9%。同一天，伦敦爆发经济恐慌，这只是由于在财务困难时期，人们在面临一家脆弱的企业时普遍争夺流动性的一部分努力结果。阿尔弗雷德·安德利，这位对埃及怀有极大兴趣的巴基斯坦银行家在欧文伦德、吉尼发生危机时，在伦敦度过了“精疲力竭的一周”，力图保护其企业利益。他于5月17日返回巴黎，得出的结论是所有的财务公司都已被毁灭，意大利、普鲁士、奥地利和俄罗斯的商业活动已经瘫痪，只有法国仍保持完好，但也只是暂时的。[51]根据这样的判断，我们不可能得出1866年的危机仅仅是英国事务这样的结论。但这并不意味着我们应立即跳往另一个极端，像一位东德的马克思主义者那样声称，德国的危机与普鲁士—奥地利战争并没有任何关系，而是生产过剩与消费不足的高度结合，它们产生于布尔乔亚难以控制资本主义生产比例与生产权利之间的矛盾，以及所有其他类似的理论。[52]

在1869年9月美国的黄金危机与同一时期的奥地利危机之间，我没有看到任何相关之处，但实际上很可能存在这种相关。当时，两国货币都可以自由浮动，都经历了战后的繁荣，尽管战争造成的破坏程度大不相同。沃尔思简短地将这两次危机称做“1869年伟大的崩溃”。他是在评述1873年真正的大崩溃之前，德国和奥地利在美国的投资、美国产品进入欧洲市场以及大西洋两岸航运和银行业之间的联系日益扩大[53]等事实时做出的这一论断。他没有提到美国的黄金危机，因此他不太可能认为两者之前存在关联。同时，人

们在讨论美国 1869 年黄金危机爆发的原因时也同样忽略了奥地利。[54]在此，两者之间可能存在的一个联系是以小麦为中介的，当杰·古尔德和吉姆·费斯克迫使黄金升水（对美元的折扣）提高时，他们也试图提高美元价格。在欧洲，紧随 1869 年 9 月“崩溃”而来的困难主要集中于匈牙利，它显然是小麦种植国。[55]如果这两大事件相互关联，却没有对其他地区产生明显的影响，这将是十分异常的。我所能发现的唯一具有直接联系的线索是古尔德的一个声明，他声称根据他自己的研究，当黄金贴水为 45 时，美国可以凭借其较低的劳动力价格和地中海水运的竞争优势向英格兰出售小麦，但如果黄金贴水低于 40 则不可行。[56]但是，小麦的竞争不太可能演变成为金融的脆弱性。9 月，美国黄金贴水下降，这本可以有利于匈牙利的经济前景，但实际上却损害了它的经济发展。

大家对 1873 年的故事都十分熟悉，因此没有必要列举细节：1871 年，法国政府以黄金支付了法兰西—普鲁士战争赔款的十分之一，市场对德国进行大量投机，并蔓延至奥地利。[57]杰·库克，这位铁路融资业和在欧洲市场上寻求铁路资本业中的后来者，将自己投入到北太平洋铁路项目；他试图从法兰克福借款，但难以与德国和奥地利的建筑业繁荣相竞争。[58]还有一些其他的冲击事件，包括 1869 年苏伊士运河的开通，德国当局在收回旧银币之前就错误地发行新币，1871 年 10 月 9 日芝加哥的大火，[59]以及特别的，在普鲁士俾斯麦统率下统一德国所产生的激动。由于德国获得的 9,000 万英镑战争赔偿有可能兑换为黄金，从而威胁了英国经济的稳定。同时，法国通货紧缩，由于支付战争赔款，得以停留在欧洲通货膨胀的圈子之外。再一次地，危机中唯一神秘之处是 1873 年 5 月，奥地利和德国在经过几个月痛苦之后的崩溃与同年 9 月美国经济崩溃之间的联系。它们之间的联系是德国对美国铁路的投资，因为德国先是支持对美国铁路和西部土地的投机，后来突然停止了对这两个项目的投资，从而中止了投机。麦克卡特利认为，1873 年的危机被普遍认为是第一次重大的国际性危机：它于 5 月爆发于奥地利和德国，蔓延至意大利、荷兰和比利时，于 9 月越过大西洋，然后又返回大洋彼岸，将英格兰、法兰西和俄罗斯卷入危机之中。实际

上，维也纳于同年 11 月 1 日受到了第二次恐慌的打击，但为时很短。[60]摩根斯坦在其编制的股票交易所国际恐慌表中，记录了“一年中经济恐慌清晰的传递，证明恐慌后来波及阿姆斯特丹和苏黎世”。[61]1875 年秋，巴肯·卡尔·梅耶·冯罗斯切尔德致信戈森·冯·布雷思罗德，谈论到处可见的股票价格低落的局面，认为“整个世界已经成为了一个城市”。[62]在此，我必须推迟讨论的一个问题是，与 1847 年、1857 年和 1866 年危机中伦敦的情况一样，1873 年危机中各国未能迅速解决恐慌问题，是否与随后到来的经济衰退长久不退有关。

下面是一系列联系不太紧密的企业倒闭与经济恐慌：1878 年的格拉斯哥城，1882 年的通用联盟和 1884 年的纽约股票市场；1887 年在面临俄罗斯与土耳其战争威胁时笼罩全欧洲的股票市场恐慌；1888 年巴黎的黄铜垄断，Comptoir d 'Escompte 倒闭；以及 1890 年的巴林危机、1892 年的巴拿马丑闻、1893 年的纽约恐慌，等等。我不必过细地讨论这些事件，因为摩根斯坦已对它们的国际蔓延进行了详细的研究；[63]尤其重视巴林危机的普勒斯内尔认为，巴林危机对英格兰银行黄金储备的影响极为重要。[64]1890 年爆发的巴林危机在纽约制造的不是经济恐慌，而是财务紧张，主要是由于英国投资者出售了业绩良好的美国股票以弥补他们在拉丁美洲的坏账损失。[65]还有一个观点认为 1890 年 10 月纽约的金融危机导致伦敦一系列企业倒闭，使本处于困难时期的巴林更加难以为继，因而引发了巴林兄弟公司 11 月的突然崩溃。在此，十分清楚的是，在阿根廷的困难导致了巴林危机，致使英国向全世界发放的贷款急剧下降，加速或是导致了南非、澳大利亚和美国的经济危机一直持续到 1893 年。[66]

1907 年

尽管摩根斯坦编制的图表没有覆盖意大利，但我们仍然从一篇文章中得到了意大利 1907 年危机过程中的有关情况，该专题文章以大量细节清楚地解释了海外经济的崩溃与国内经济崩溃之间的相

互作用，[67]并随后附上了作者对该事件中最后贷款人作用的描述。[68]根据该文章，意大利也经历了本世纪前几年经济的上升。以信贷作为来源的投机盛行。经济中存在作假的企业，某一个钢铁托拉斯利用借入资金投资于实业，对自己的股票进行投机，向借款支付高额红利，以引起投机者的兴趣。早在 1905 年 5 月，意大利就开始了困难时期，许多新企业倒闭。股票的第二次崩溃爆发于 1906 年 10 月的热那亚股票市场。到 1907 年 4～5 月间，巴黎和伦敦的对外借贷放慢，意大利股票市场上的困难加剧。

意大利社会银行成立于 1898 年，资本仅为 400 万里拉，是"蘑菇银行"；1899 年，其资本增加至 500 万里拉，1900 年达 900 万里拉，1904 年 2,000 万里拉，1905 年 3,000 万里拉，1906 年 3 月达 5,000 万里拉，在资本增加的每一阶段，都增加了大量工作人员，并收购了大量旧银行（大多处于困难之中）。[69]该银行极其缺乏凝聚力，米兰的办公室并不了解热那亚分行所承担的风险。[70]特别地，该银行深深地卷入了证券贷款中（RIPORTI）。意大利中央银行的斯特林格行长对此深感忧虑，因为早在 1906 年 12 月，该银行的贷款业绩就已不佳，并从中央银行借入了大量资金。

当巴黎和伦敦于 1907 年春削减向意大利和美国的贷款，导致市场银根紧缩时，那些暴发户和新银行处境窘迫。在都林—米兰—热那亚（Genoa）和纽约之间的直接联系有限。但意大利这些中心城市与巴黎相互关联；纽约与伦敦相互关联；而巴黎和伦敦则彼此紧密地联系在一起。波内尼声称当巴黎将其持有的伦敦证券进行清仓时，当巴黎和伦敦都停止贷款时，世界上的殖民地发现自己突然之间被剥夺了资本，被迫停止正在进行的投资项目，不得不削减产出和就业，而就业又反过来对需求和价格产生了压力。另一方面，1907 年的意大利令人吃惊地具有和一个殖民地相似的特点，因此，上述模型也预示了美国于 1928 年停止发放海外贷款给意大利带来的灾难性后果。碰巧的是，波内尼宣称，如果没有移民们的汇款的话，巴黎人削减发放对意大利贷款带来的后果将会更加严重，而这些汇款大多来自美国。[71]这里有着一个跨越大西洋的直接联系，主要是纽约与那不勒斯间的联系。

这一说法重点集中于狭窄的直接联系。它与同时代一位观察家的观点正好相反，这位观察家名为弗兰克·范德尔利普，他是纽约的一位银行家，他在一篇文章中将“经济恐慌称做一个世界性的现象”。他发现，当时世界爆发经济恐慌的基本原因是甲午战争，一场俄国与日本之间的战争，以及旧金山地震。但在宏伟的开篇之后，他却集中讨论了新近成立的托拉斯企业的过度贸易问题以及对扩张性货币的需要。[72]

再一次如此记叙将冒着令人厌烦的风险，因此，我们将避开这一点，描述除 1929 年危机外，所有危机的国际因素。1914 年的危机中，证券的外国持有人在外国市场上倾销证券。1920 ~ 1921 年，尽管弗里德曼和施瓦兹谈论了美国爆发危机的根源，但事实在于，争夺重置被战争耗尽的存货导致了经济繁荣（在英国，人们期望着重新夺回德国出口市场的美好前景）在各处同时崩溃。严格地说，1937 年的危机是一个美国现象，是建立在存货积累的蛛网现象基础之上的危机。1974 年这一年，石油输出国组织（OPEC）对石油征收了高达 500 亿美元的税，得来的收益大多囤积起来，而任何地方都没有出现具有抵消作用的投资扩张。1979 年再次发生类似的税收增加（即价格提高），当时伊朗和伊拉克之间即将爆发战争，对石油工业及其卫星产业给予了毁灭性的打击。后来，石油加工业爆炸性发展，新的油田被开采出来，中东、墨西哥、美国西南部以及其他地方先是经历了短暂的繁荣，之后又陷入衰退之中。

1929 年危机的国际后果

我在第四章以及其他一些地方对 1929 年的经济大萧条有过局部的探讨，如果读者认为本章对国际因素的论述过于简洁，恳请原谅。[73]正如胡佛所说，此次大衰退的部分原因是第一次世界大战期间，欧洲以外地区生产的扩张。以 1925 年的价格来衡量，此阶段的生产扩张确实过度，1925 年以后，欧洲生产开始恢复。此外，财务上还存在着赔偿与战争债务的复杂因素；汇率设定不当，尤其是英镑与法国法郎的汇率设定不当，导致伦敦对法国的债台高筑；

道斯计划（Dawes Plan）的实施使得美国可以向德国企业和公共机构发放私人信贷，德国回收了战争赔偿。经济学界对于1927年夏，纽约为了帮助英国维持英镑而下调利率这个事件也有异议，当时实施限制性政策也许可以更好地服务于美国的国内目标。当纽约股票市场于1928年3月，尤其是6月以后腾飞时，外国信贷开始中止了。在一段时间里，德国、拉丁美洲的一些边缘国家和澳大利亚转向借入短期信贷。面对资本流入的减少，德国国内通货紧缩，它开始向海外转嫁其战争赔偿。阿根廷、澳大利亚、乌拉圭和巴西等国发现自己的国际收支急剧转变为负。由于不能筹集资金解决短期负债的日益积累，或借入更多资金，这些国家只能在1929年10月股票市场崩溃导致小麦、咖啡、橡胶、食糖、丝绸和棉花价格急剧下跌时，眼睁睁地看着自己的汇率开始贬值。美国的价格和商业行为受到流动性欠缺的极大影响，正如第四章所述。纽约联储自行决定并实施了公开市场计划，受到华盛顿联邦储备委员会的抗议，但却缓解了危机第一年的信贷紧缩，尽管产出和价格水平与以前相比仍然较低。

1930年上半年，国际信贷回升，在1930年4月到6月间竟创下了美国第二次世界大战期间季度信贷的最高峰。但是，较低的价格水平，尤其是1930年9月选举中国际社会主义获胜以后，市场对德国丧失的信心，意味着世界作为一个整体陷入了困境。中欧的许多银行，大多是奥地利和德国的银行抬高自己的股票价格，试图改善处境。两家私人银行，亚当银行和奥斯特里克银行在巴黎倒闭，后者的倒闭牵涉到一桩影响到三位政府官员的丑闻，并导致了政府的倒台。1931年初，奉行通货贬值政策的拉维尔政府上台。随后开始了不断滚动的通货贬值：5月是奥地利的安斯土耳特信用银行，7月的丹那特银行，7月德国的观望协议，8月英国撤出一系列银行，9月英镑的贬值达到顶峰。这一阶段，由法国、比利时、荷兰和瑞士组成的黄金区开始将美元兑换为黄金，向美国银行储备施加了压力。日本于1931年12月抢购黄金。同时，美国通货紧缩，主要产生于美元的升值（即英镑的贬值和整个英镑区货币的贬值）和银行储备的减少。1932年2月，《格拉斯—斯蒂格尔法

案》颁布，可以通过公开市场操作在货币方面实行通货再膨胀，但它实在是太晚了。通过价格下跌、破产和银行倒闭等正向反馈过程，银行倒闭之风继续席卷各地。仅仅是在 1933 年新政时期银行普遍关闭休假，同年春天美元贬值时，经济衰退才达到了谷底。

根据这一段历史，我觉得很难理解 1929 年经济衰退是由美国国内原因造成的这一观点。

东亚、俄罗斯和巴西

席卷半个世界的亚洲金融危机始于 1997 年 7 月 2 日，当时泰国宣布无力支付外债。关于随后引致的困难，很多文献都有描述。尤其是《亚洲经济简报》1998 年 12 月期刊的“特别关注”,[74]以及学术色彩淡一些的《纽约时报》，1999 年 2 月连续几天刊登了 4 篇长文。[75]对于此次席卷而来的危机应归咎于何方，受到危机冲击的国家——尤其是泰国、印度尼西亚、马来西亚和韩国等国家的观察家观点不一，是那些政府和私人机构的专家们，是他们推动这些国家放松管制，还是借款人与贷款人本身，尤其是那些银行家与投资商，是他们抢着将外币贷出，然后又突然停止放贷。

亚洲危机的发生尤其令人吃惊，因为“东亚虎”们在 80 年代与 90 年代一直增长得非常强劲。推动更开放的市场理论上可以追溯到 1973 年，当时斯坦福大学的两位经济学家罗纳德·麦金农与爱德华·肖严厉批评政府对市场的干预。[76]“东亚虎”们的从众行为表现为大量借入外币、投机性建设、将货币钉住美元。这种紧钉政策导致了国内物价上升时，对本币的高估。中国香港当局通过降低对基建贷款的限额，从 90 年代初的 90%降到 90 年代末的 60%，来控制利率，这样利率上升时不会给银行的按揭造成巨大的损失。尽管从众行为明显，但各国的情况仍有不同。例如，泰国政府是诚实、弱势和优柔寡断的。印度尼西亚则是腐败、强势和决断的。[77]政策也有不同。泰国为捍卫泰铢与短期投机商交战损失了 239 亿美元的国际储备，最后不得不贬值。而印度尼西亚则早期就采用了浮动汇率。马来西亚的马哈蒂尔博士将危机归咎于外国投机商，包括

量子对冲基金的乔治·索罗斯，因此对外债实施有限期的暂缓偿还。但索罗斯则否认卖空卢比。

危机扩散到俄罗斯与巴西最初基本上是由于心理上的原因，因为金融市场意识到这些国家也有通货膨胀，外债负担沉重，币值高估，并且俄罗斯还有严重的腐败问题。放弃共产主义与全面的私有化带来俄罗斯 90 年代初期的繁荣。但随后，繁荣引起了过度的交易与过度的资本投资，加上腐败导致了大量可疑资金的外流。1998 年 8 月 11 日股票市场崩盘，六天后卢布浮动。[78]

巴西的问题是由于放松管制，严重的预算赤字，资本内流突然停止及亚洲出口市场的损失，特别是纸浆市场的损失造成的。1999 年初雷亚尔的第二次贬值与浮动，触发股票市场的下跌及货币的新一轮贬值。[79]

1998 年 8 月俄罗斯市场的崩溃使得债券的风险溢价扩大，这与对冲基金长期资本管理公司的预期相反，该基金豪赌利差会缩小。该基金只有资本 50 亿美元，但却按 25:1 借贷，使整个投机资金金额达到 1,250 亿美元，严重的危机使美国当局意识到必须出手援救以免危机扩散到债券市场与银行。[80]基金的合伙人丧失了所有资本，许多贷款人也被迫冲销损失，其中有瑞士联合银行、德累斯顿银行、瑞士信贷第一波士顿。瑞士联合银行的冲销额就达 7 亿美元。就像 1987 年 10 月 9 日的黑色星期一一样，联邦储备委员会的行动阻止了恐慌与危机的扩散，第十章会进一步讨论。1998 年 11 月，美国经济与资产市场已经恢复。

注释：

1. 赫伯特·胡佛，*The Memoirs of Herbert Hoover*（New York: Macmillan, 1952），Vol.3，pp.61－62。

2. 米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦兹，*A Monetary History of the United States, 1867 － 1960*（Princeton: Princeton University Press, 1963），pp.359－360。

3. 引自列昂·列维，*History of British Commerce*（London:

John Murray, 1872) p.234。

4.S.桑德斯，引自 D.莫利·伊万斯 The History of the Commercial Crisis, 1857 - 1858, and the Stock Exchange Panic of 1859 (1859, reprinted, New York: Augustus M.Kelley, 1969), p.13。

5.R.C.O.马休斯，*A Study in Trade - Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain*, 1832 - 1842 (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), p.69。

6.弗里德曼和施瓦兹，*Monetary History*, p.360。

7.尤根·彼特森，"Some Notes on the Economic Policy of the United States During the Period 1919 - 1932," in Hugo Hegelund, ed., *Money, Growth and Methodology: Papers in Honor of Johan Akerman* (Lund: Lund Social Science Studies, 1961), reprinted in J.Pedersen, *Essays in Monetary Theory and Related Subjects* (Copenhagen: Samfundsvienskabeligt Forlag, 1975), p.189。

8.R.T.雷勒，The History of Canadian Business, 1867 - 1914, vol.1, The Banks and Finance Capital (Toronto: James Lorimer & Co., 1975), p.130。

9.克莱门特·尤格拉，*Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats - Unis*, 2nd ed. (1889; reprinted., New York: Augustus M.Kelley, 1967), pp.xiv, 17, 47, 149, and passim。

10.威斯利·米特切尔，威廉姆·托普，introduction to Willard L.Thorp, *Business Annals* (New York: National Bureau of Economic Research, 1926), pp.88 - 97。

11.奥斯卡·摩根斯坦，International Financial Transactions and Business Cycles (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1959), chap.1, esp.sec.6: on international stock exchange panics from 1893 to 1931, see table 139, pp.546 - 547.and chart 72, p.548。

12.参见金德尔伯格"金融危机的国际因素"一文，马丁·费尔德斯坦编辑《经济危机的风险》(芝加哥和伦敦：芝加哥大学出

版社，1991年)，第128～132页。

13. 弗里德曼和施瓦兹，《货币史》，第360页。

14. 前引文献，第308页。

15. C.E.V. 包里欧、N. 肯尼迪和S.D. 普赖斯，“各国总资产价格波动研究：计量、决定因素及其对货币政策的影响”，国际清算银行经济报告第40期（1994年4月），图A.1，第74页。

16. 参见C.P. 金德尔伯格，“1619～1623年的经济危机”，《经济史杂志》，第51卷，第1期（1991年3月），第159～161页。

17. 约翰·阿克尔曼，《经济周期的结构》（巴黎：法兰西大学出版社，1957年（第2卷，第247页、第255页）。

18. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》（伦敦：克莱塞特出版社，1960年)，第84页、第94页、第100页、第101页。

19. 前引文献，第151页、第160～161页、第166页。也许人们对此有疑问。P.G.M. 狄克逊坚持认为伯尔尼省在1750年仍然持有287,000英镑的南海股票（英格兰金融重组“公共信贷发展研究”，1688～1756年，纽约：圣马丁出版社，1967年)，第90页。

20. 查理斯·威尔逊，《18世纪的英国和荷兰的商业与金融》（剑桥：剑桥大学出版社，1941年)，第103页、第124页。

21. 卡斯维尔，《南海泡沫》，第167页。

22. 前引文献，第178页、第199页。在《愚蠢的大镜子》（Het Groote Tafereel der Dwaasheid)，《经济事件研究》（波士顿：贝克尔图书，哈佛工商管理学院，1949年)，亚瑟·科尔认为荷兰在1720年4～10月期间存在全面的经济泡沫，该泡沫由法国和伦敦的泡沫经济引发。四十家新公司合并为三十家，大多在小城镇，资金总量在35亿第勒尔左右。东印度公司的股票在此期间上涨3倍，西印度公司的股票则在泡沫破灭前从40涨到了600（第5页、第6页)。科尔的兴趣主要在于《Tafereel》这本书上，该书在投机行为猖獗的18世纪多次重印，书中包括了许多信件、诗歌和图片，其中的大多数都比较粗俗，该书对一些收藏者来说是比较稀有的。

23. T.S. 阿希顿，《英格兰的经济波动：1700～1800年》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1959年），第120页。

24. 乔治·查尔默斯，《大不列颠的比较优势》（伦敦：1782年），第141页，在阿希顿的《经济波动》第151页中引用。

25. E.E. 德·琼—克金，《1763年阿姆斯特丹的经济危机》（阿姆斯特丹，1939年），第216～217页。

26. 威尔逊，《盎格鲁—尼德兰的商业》，第168页。

27. 德·琼—克金，《1763年的经济危机》，第217页。

28. 恩斯特·巴赫，Hollandische Wirtschaftsgeschichte（Jena：古斯塔夫·费雪，1927年）。

29. 马克斯·沃思，Geschichte der Handelskrisen 第4版（1890年；纽约重印：伯特·富兰克林，1968年），第87页。

30. 斯蒂芬·斯卡尔维特，*Die Berliner Wirtschaftskrise von 1763 und ihre Hintergründe*（斯图加特/柏林：Verlag W. Kohlhammer，1937年），第50页。

31. 威尔逊，《英国—荷兰的商业》，第168页；爱利斯·克莱尔·卡特尔，《现代早期的获取、支出与投资：尼德兰、英格兰经济史论文集》（阿森：范格瑟姆，1975年），第63页。

32. 威廉姆·斯马特，《19世纪经济分析》（第1卷）（1911年；纽约重印：奥古斯塔·M. 凯利，1964年），第529～530页。

33. 亚瑟·D. 盖耶，W.W. 罗斯陶和安娜·施瓦兹，《不列颠经济增长与波动：1790～1850年》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1953年），第1卷，第159页。

34. 斯马特，《经济分析》，第1卷31章。

35. 穆瑞·N. 罗斯巴德，《1819年的经济恐慌：反应与政策》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1964年），第11页。

36. 布雷·哈蒙德，《独立战争到内战期间美国的银行与政治》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1957），第10章，第253～262页。

37. 毛里斯·列维—列伯耶，*Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIX siècle*

（巴黎：法兰西大学出版社，1964 年），第 464 ~ 479 页。

38. 阿克尔曼，《经济周期结构》，第 294 页。

39. 毛里斯·列维—列伯耶，“中央银行业与对外贸易：19 世纪 30 年代的盎格鲁—美洲周期”，收入 C.P. 金德尔伯格和 J.P. 拉法格主编的《金融危机：理论、历史与政策》（剑桥：剑桥大学出版社，1982 年），第 66 ~ 110 页。

40. R.G. 哈特利，《货币与信用》，第 3 版（纽约：朗格曼，格林，1927 年），第 177 页。

41. 列维—列伯耶，《欧洲银行》，第 570 ~ 583 页。

42. 尤格拉，《商业危机》，第 414 页。

43. 理查德·蒂尼，《1815 ~ 1870 年莱茵河地区的金融机构与工业化》（麦迪逊：威斯康辛大学出版社，1970 年），第 112 页。

44. 阿尔弗雷德·克鲁格，*Das Kölner Bankiergewerbe vom Ende des* 18 *Jahrhunderts bis 1875*（亚森：G.D.Baedeker Verlag，1925 年），第 12 ~ 13/35/49/55 ~ 56/202 ~ 203 页。理查德·蒂尼教授好心地向我提供。

45. 这一点在一部研究 1857 年危机的瑞典著作中进行了讨论，很遗憾我不能阅读这本书：P.E. 伯法尔克，*Bidrag till de under de sista hundrade aren inträffade handelskrisershistoria*（Uppsala：恩奎斯特，1859 年）。同时参阅第奥多·E. 伯顿，《金融危机与工商业衰退时期》（纽约：艾普林顿，1902 年），第 128 ~ 129 页。

46. 约翰·克莱泛姆，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945 年），第 2 卷，第 226 页。

47. 汉斯·罗森伯格，*Die Weltwirtschaftskrise von 1857 - 1859*，（斯图加特/柏林：Verlag von W.kohlhammer，1934 年），第 136 页。

48. 阿克尔曼，《经济周期结构》，第 323 页。

49. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 卷，第 268 页。R.G. 哈特利认为危机不是孤立的，是 1864 年欧洲大陆危机的结果。参见《货币与信用》，第 177 页。

50. 谢普德·B. 克劳，《现代意大利经济史》（纽约：哥伦比亚

大学出版社，1964 年)，第 53 页。

51. 大卫·S. 兰德斯，《银行家与高官：埃及的国际金融与经济帝国主义》(麻省剑桥：哈佛大学出版社，1958 年)，第 287 页。

52. 尤根·舒查德，“1866 年德意志的金融危机”，*Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte*（东柏林，1962 年)，第 107 页、第 109 页、第 133 页。

53. 沃思，*Handelskrisen*，第 462 ~ 463 页。

54. 拉利·T. 威默尔，“1869 年的黄金危机：国内经济政策与国际贸易理论中的一个问题”（博士论文集，芝加哥大学出版社，1968 年)；美国国会众议院《黄金恐慌调查》，第 41 届国会，H 报告 31 期，1870 年 3 月 1 日。

55. 沃思，*Handelskrisen*，第 464 页。

56. 美国国会众议院，《黄金恐慌调查》，第 132 页。

57. C.P. 金德尔伯格，“1873 年的经济恐慌”，提交所罗门兄弟公司金融恐慌研讨会的论文，收入《历史经济学：艺术还是科学》(纽约和伦敦：丰收出版社，1990 年)，第 310 ~ 325 页。

58. 亨利塔·M. 拉尔森，《杰·库克，私人银行家》(麻省剑桥：哈佛大学出版社，1936 年)。

59. 霍默尔·哈伊特，《芝加哥土地价值 100 年：芝加哥经济增长与土地价值上升之间的关系，1830 ~ 1933 年》(芝加哥：芝加哥大学出版社，1933 年)，第 101 ~ 102 页、第 117 页。

60. R. 莱·麦卡特尼，《1873 年的危机》（米尼波利斯：伯格斯，1935 年)，第 85 页。

61. 摩根斯坦，《国际金融交易》，第 546 页。

62. 弗里兹·斯坦，《黄金和钢铁：俾斯麦、布莱施罗德和德意志帝国建立》(伦敦：阿兰和尤温，1977 年)，第 189 页。

63. 摩根斯坦，《国际金融交易》，第 548 页。

64. L.P. 普赖斯内尔，“英镑制度与 1914 年以前的金融危机”，C.P. 金德尔伯格和 J.P. 拉法格编辑，《金融危机》，第 148 ~ 164 页。

65. O.M.W. 斯普拉格，《各国银行体系危机史》（1910 年；

纽约重印：奥古斯塔·M. 凯利，1968 年)，第 132 页。

66.C.P. 金德尔伯格，“金融危机的国际传播：1888 ~ 1893 年的经历”，《凯恩斯主义与货币主义，金融史其他论文集》(伦敦：阿兰和尤温，1985 年)，第 226 ~ 239 页。

67. 弗兰科·波尼利，《1907 年危机：意大利工业》(都灵：Fondazione Luigi Einaudi，1971 年)。

68. 弗兰科·波尼利，《1907 年的意大利危机：行动中的最后贷款人》，C.P. 金德尔伯格和 J.P. 拉法格编辑，《金融危机》，第 51 ~ 65页。

69. 弗兰科·波尼利，《1907 年危机》，第 31 ~ 32 页。

70. 前引文献，第 34 页。

71. 前引文献，第 42 ~ 43 页。

72. 弗兰克·万德里普，“经济恐慌成为了世界性的现象”，《美国政治与社会科学学术杂志》，第 31 期 (1908 年 1 ~ 6 月)，第 303 页。

73.C.P. 金德尔伯格，《衰退中的世界：1929 ~ 1939 年》，第 2 版 (伯克利：加利福尼亚大学出版社，1986 年)，第 7 章。

74.H.W. 阿德特与哈·希尔编辑，“东南亚经济危机：起源、教训和前景”，《亚洲经济公告》，第 15 卷，第 3 期 (1998 年 12 月)，及其他各处。

75.“谁被世界货币所淹没?”，《纽约时报》，1999 年 2 月，第 A10 页，第 A11 页；“美国如何迫使亚洲打开现金流动之门”，《纽约时报》，1999 年 2 月 16 日，第 A1 页，第 A10 页，第 A11 页；“没有哪个世界市场是一座孤岛”，《纽约时报》，1999 年 2 月 17 日，第 A1 页，第 A8 页，第 A9 页；“世界顽疾清晰可见，但治疗方法却模糊不清”，《纽约时报》，1999 年 2 月 18 日，第 A1 页，第 A14 页，第 A15 页。

76. 参阅爱德华·肖，《经济发展中的金融深化》(纽约：牛津大学出版社，1973 年)；罗纳德·麦金农，《经济发展中的货币与资本》(华盛顿特区：布鲁金斯学院，1973 年)；约翰·威廉姆森与莫里·莫罕，“金融自由化概述”，《国际金融论文集》，第 221 期 (新

泽西州普林斯顿：国际金融部，1998 年 11 月）。

77. 安德鲁·麦克因特尔，“泰国与印度尼西亚的政治制度与经济危机”，《亚洲经济公告》，第 15 卷，第 3 期（1998 年 12 月），第 363 ~ 372 页。麦克因特尔认为这两个国家政府的不同的极端政策加剧了危机。

78. 我曾经受益于一篇非常优秀的论文，名为“Russian Financial Crisis of 1998”，完成于 1999 年 5 月，作者 Rusian L. Margulin，用于纽约大学 Stern 学院 Richard E. Sylla 教授所讲授的经济史课堂教学之用，该篇论文提供了从 1967 年以来一部详尽的年代史，并详细描述了从 1998 年 5 月至 9 月中每天发生的大事记，以及从互联网查到的关于俄罗斯的数据及相关参考书目。

79. “巴西的动乱：市场恢复秩序了但可能有更多混乱”，《纽约时报》，1999 年 1 月 16 日，第 A1 页，第 B4 页。

80. 富兰克林·E. 爱德华，“对冲基金与长期资本管理公司的瓦解”，《经济观察》，第 13 卷，第 2 期（1999 年 4 月），第 189 ~ 210 页。

第九章　任其自然，抑或另辟蹊径

假设出现了沃尔特·巴杰特（Walter Bagehot）的铭文 Epigraph 中所描述的商品过剩、投机与恐慌现象，那该怎么办？以下三章主要讨论如何控制危机。首先要考虑一种办法的可行性，即应付恐慌的办法是否就是不理它，任其发展；然后讨论其在实际应用中，不通过最后贷款人发行货币而采取的各式各样的办法。后两章讨论最后贷款人的作用。第十章先讨论国内的情况，第十一章再讨论国际的情况。

任其发展

大多数货币主义者及非货币主义者都认为恐慌之症会自行痊愈，恐慌之火会自行烧尽。[1] “那些头脑冷静但想像力不丰富的英格兰银行家们认为，依照恐慌的本质，恐慌会自行消失。”[2]欧文斯通爵士坚持认为没有必要支持危机中的金融体系，因为体系本身的资金足够丰富，即使在危机最严峻的时期，只要你的利率足够高，大笔的贷款还是可以得到的。[3]我的同事多恩布什（Dornbusch）在一次非正式的讨论中，也持相同的观点，并讲述了 1847 年的一段故事。当时伦敦的私人贴现率曾上升到 10% ~ 12%，这阻止了黄金流向美国，甚至促使一条小艇出海，去追赶一艘正驶往美国的货轮，让它掉转船头，最终在伦敦卸下十万英镑的黄金。[4]在 1865 年法国咨询货币流通情况之前，巴农·詹姆斯·德·罗思希尔德认为，提高利率是抑制商品与公共基金投机的有效手段。他补充道：“如果投机商可以无限制地获得信贷，那就无法知道危机会是怎么样的。”[5]

这些观点当然有其相当的正确性。要想过快、过分频繁、很有预见性地消除恐慌，或者甚至仅仅偶尔为之，都是危险的。我们会在下一章讨论最后贷款人的问题，在此我们将进行历史的观察，而不是像理论家一样将可否不需要最后贷款人作为先决条件。

在认为恐慌应任其发展的主张中，会听到两种声音。一种声音较为乐观，认为市场中出现的问题是对过去过度投资的惩罚。这些多少有些禁欲主义味道的基本要素者，相当欢迎这种惩罚。另一种声音认为恐慌犹如不健康的热带气候中的雷雨，会使空气变得清新。“它使商业与金融中的要素变纯洁了，使它们恢复了活力与健康，它将促使交易规范、市场发展和市场的永久繁荣。”[6]这种观点最强有力的说明是赫伯特·胡佛对安德鲁·莫伦（Andrew Mellon）的描述：

由财政部长莫伦所领导的“任其自行结清主义者”认为政府不应干预，应让萧条自行结清自己。莫伦先生只有一个公式，那就是：“让劳动力自行结清，让股票自行结清，让农民们自行结清，让房地产自行结清。”他坚持认为，一旦人们头脑发热，让其冷静下来的唯一办法，就是让他们碰壁。他认为恐慌并不完全是坏事，他说：“它会清除经济中的不良杂物。过高的生活成本和生活标准都会下降。人们会更努力工作，过一个更合乎社会实际的生活。价值观会得到调整，有进取心的人会从能力不足的人身上接过已经受到危机撞击的事业。”[7]

胡佛的这一段描述曾被新奥地利经济史学家莫利·罗斯巴德（Murray Rothbard）巧用。莫利·罗斯巴德评论道：“尽管有些耸人听闻，但这是政府应当遵从的办法。”[8]普通史学家保罗·约翰也曾引述过这一段，他说：“这是胡佛总统执政时期所得到的唯一有见地的忠告。”[9]

反对者虽然承认挤掉经济中的泡沫及狂热的投资是应该的，但他们认为紧缩性的恐慌会毁掉合理的投资，必要的贷款无法得到，这会造成生存困难。

出现流动资金头寸利率较高的情况并不多，特别只是一两天，最多几天的头寸的年利率不是很高。真正的问题在于按这些利率能

否得到资金，市场是否是由数量结清（而不是由市场结清价结清），达成的数量是否为零。

这里有多次危机可以证明，在恐慌时借款何其困难，有时甚至是不可能的。

1763年：1763年先是阿伦德·约瑟夫破产，然后是德纽夫维尔破产，接着7月25日出现了恐慌。一份简报说："恐慌：甚至在证券和商品市场中都没有钱了。"[10]

1825年：恐慌袭击了公众，这仿佛从未经历过：每个人都在为钱祈祷，钱，钱，钱，但是几乎所有地方都没有钱。"这不是证券的特性。"泰晤士报评论说："人们认真思考着，但无论怎样也产生不了钱。"[11]

1847年：托马斯·托克（Thomas Tooke）在1847年商业危机时对选择委员会的咨询：

问题5421："几天来，如果不是几星期的话，英格兰银行是唯一的贴现机构吗？"答："对。"

问题5472："英格兰银行的行长说，10月14日之后的一个星期里，如果没有政府保函的话，100万英镑的政府债券都卖不出去。你认为可能吗？"答："可能，完全可能。可以用可能这个词，除非价格降到不曾想过的地步。"[12]

1847年：格林先生（Mr.Glyn）的证词：

问："你是否知道，英格兰银行的经纪人认为，在不对英国国家永久债券价格造成重大影响的情况下，一大笔国债已经卖掉了？"答："我不知道英格兰银行的经纪人这么说过。我要说，就当时的情形来看，要出售所说的一百万英镑或两百万英镑的国债，而不造成价格下跌，不进一步引起市场恐慌，几乎是不可能的。"

M.P.布朗先生认为，除非有大的折价，否则这种买卖难以达成，他还认为："如果恐慌程度达到我们所说的那样，我怀疑它们能否还售得出去。"[13]

1857年：在危机时期，已不可能谈论票据贴现问题。这些票据在最好情况下，也只能要价12%或15%。[14]

有一封利物浦的信说："最好的票据，本行或其他银行都愿意

背书的票据，也绝对无法兑成现金。我相信，许多贴现并没有财务问题，能对 1 英镑的票据贴现 40%或 60%，但他们停止贴现了，除非政府出具保函。”[15]

汉堡的市场信心完全丧失。只有 3 家或 4 家一流贴现所的票据可以高利率成交……尽管政府提前兑付了 1,500 万马克的国债，仍然无济于事。恐慌气氛异常浓重，即使政府的债券也无法贴现。无论你怎么保证资本家们也不愿放掉他们的钱。不过在 12 月 12 日，当知道大家都会得到支持时，恐慌消失了。原来政府债券要按 15%贴现，现在已可按 2%～3%贴现了。”[16]

爱德华·克拉克在纽约开设了 E.W. 克拉克公司，在创立自己的公司前，他在给费城的杰·库克的信中写道：“钱并不紧——但绝对没有。没有钱，没有信心，任何东西都没价值。这种情形再持续一个多星期，银行就完蛋了。”[17]

1866年：“英格兰银行将贴现率提高到 9%，并暗示可以得到 10%的政府债券抵押贷款。但这个消息在宣布之前，永久性国债或短期国库券不可能卖出，交易员不愿意交易。”[18]

1873 年：“纽约国民信托公司有 80 万美元的国库券在库里，但却无法用它们借到 1 美元。交易停止了。”[19]

1883 年：“资金需求急剧增加，出现了货币饥荒。长期贷款根本拿不到，6 月里拆借贷款占 72%。7 月 28 日也占 72%，到 8 月 4 日就跌到了 51%。一流的商业票据只按面值的 8%～12%报价，交易甚少。”[20]

证词非常清楚，例如在出售政府债券时，说道“除非价格跌到不可想像的地步（如利率增加）。”此外，也偶然出现另一种情况，特别是在美国的国家银行体制下，采用最后贷款人的手段也不可靠：

1884 年：“为了进一步增加商品交易的困难，借贷条件变得极为苛刻。曾出现借用一天就索要 4%利率的情形。这导致了股票进一步下跌，因为很少有人能付得起如此高的利率，这种漫天要价当然是由于普遍的不信任造成的。因为实际上资金并不短缺，只是由于变现要求，造成星期四和星期五两天美国国债大跌了近 7%。市

场对美国国债的信心并没有丧失，对良好的铁路债券和股票的信心也没有丧失。”“短期利率高涨，结果引来大量的外国资金流入市场，有些是用于购买折价的股票，更多的是以股票或其他良好的证券作抵押放高利贷。结果外汇汇率变得对我们大为不利。”[21]

这一段的陈述也很清楚，因为在流动性急剧短缺之前，恐慌就已经开始。

1997年始于泰国的亚洲金融危机中，国际货币基金组织充当了最后贷款人的角色——这将在下一章中谈到——但它仍然坚持由国家采取传统的方法来平息危机，例如平衡财政预算和提高利率。许多经济学家，最著名的如哈佛大学的杰弗里·萨奇（Jeffrey Sachs）则认为，这些通货紧缩的办法终究会造成失业的增加，影响的大多是穷人，而引起危机的却是那些志满意得的官员和挣钱的银行家。一些人支持传统方法，主要是因为有日本的教训，日本汇率贬值的扩张性货币政策带来了凯恩斯所谓的“流动性陷阱”。日本的利率在1990年危机后已降到了非常低的水平，但仍不能刺激借贷市场。银行被不良资产牵连，工业则由于缺少对其产品的需要而窒息。在短期利率低到1%时，出现了所谓的“持有交易”现象，即资本家在东京市场上按1%利率借入，再将借入的资金投资于纽约得到3%~4%的回报。假设汇率相对稳定，就一定有利润，这样就引起了资金从日本外流，而对刺激产出毫无帮助。

反对帮助借款银行和企业或海外资本家的一个理由是，这种帮助会使两者更不谨慎。在保险业，这个效应称做“道德风险”，下面会再次讨论。存在道德风险是要求让金融危机自己恢复的观点持有者的强有力理由，特别是如果长远地看待危机，愿意平等地，至少是几乎平等地看待未来的危机与目前的危机，道德风险因素就不容忽视。自行恢复需要一个低利率的环境。

其他措施

前一种观点认为，任其发展，恐慌自会消失。反对者的主要理由是，恐慌几乎从来不是自生自灭的。当局总会感到有干预的需

要。在一个又一个的恐慌中，一个又一个的危机中，有关当局或某些“负责任”的公民总试图利用一项又一项的措施来消除恐慌。也许他们过于警觉，情况会自我好转并且不会有太大的伤害；也许他们过于愚蠢，不堪教化。芝加哥学派的货币主义者认为，当局总是愚蠢的，而市场总是聪明的。在我们所讨论的恐慌中，智商的这种不平均分布是无法用危机处理来检验的。因为身处市场的当局和主要参与者，都在向同一方向努力：以某种方式干预，阻止价格下跌，减少破产，防止银行倒闭。如果聪明是可以学会的话——这是理性假设所必需的，通过学习终会发现某种可行的方式，甚至会提高最后贷款人的智慧，而不再仅仅依靠市场的竞争力。

历史上有许多情况，当局出于下章将提到的原因，开始时决心不加干预，但最后发现不得不施予援手。1825 年 12 月，利物浦勋爵（Lord Liverpool）在警告市场不要过度投机后六个月，威胁说，如果发行财政票据的收入用于拯救市场，他将辞去财政大臣的职务。[22]英格兰银行行长威廉·利德代尔（William Lidderdale）在巴林公司危机时，也断然拒绝接受“保函”，扩大它的贷款限额。[23]在这个事件中，英格兰银行后来通过其他途径，避免了恐慌，挽回了面子。在许多情况下，如在 1763 年腓特烈二世对柏林分支机构的危机干预中，[24]在英格兰银行拒绝为“某银行”贴现的事件中，[25]在 1869 年美国财政部的决定中，[26]以及 1975 年对纽约的挽救中，远离市场的原则终因恐慌的升级而被放弃。

拖延

出现挤兑时，存款人急着取走钱，银行则不急于支付。在 1931～1933 年的银行挤兑潮中，有不少报道说银行兑付存款时故意拖延时间，希望能像迈卡本（Micawber）一样出现某种奇迹。这种技巧自古就有，至少可追溯到 18 世纪。

麦克列欧德（McLeod）的《银行业理论与实践》一书中，就载有一则英格兰银行如何在 1720 年 9 月的挤兑中保护自己的故事。这个挤兑是由于英格兰银行违背了吸收南海公司 400 英镑债券的承

诺而引起的。银行为了避免因挤兑而关闭，组织了大批朋友，排在队伍前面，银行慢慢地六便士六便士地支付。这些朋友再将这些钱通过另一个门存进去，同样慢慢地数，然后再用来兑付。通过这个办法，挤兑延缓到迦勒节（9 月 29 日）。节日结束后，挤兑也结束了，银行又重新开张了。[27]

第二个故事的起因是一样的，但可能更真实一些。这是关于南海公司的支持银行，剑刃银行的。因它不想赎回自己的银票，在 9 月 19 日引起了挤兑。为此，银行买进了整马车的银子，准备“按小额慢慢兑付”。据说有一个幸运的票据兑付人，在 9 月 24 日星期六银行关门前，提走了 8,000 英镑的先令和便士。[28]第一个故事说的是环境，第二个故事说的是时间，不会出现剑刃银行与英格兰银行合作的情况，因为这两家银行是宿敌。

不管 1720 年挤兑时英格兰银行的实情如何，它在四分之一世纪后再次遭遇上了类似的情形。1745 年 7 月，年轻的王位觊觎者（詹姆斯二世的孙子，查尔斯·爱德华）入侵了苏格兰，9 月挂起了旗帜；11 月侵入英格兰，11 月 15 日进入卡里斯尔，12 月 4 日到达德拜。1745 年 12 月 5 日，黑色的星期五，恐慌爆发了。英国的永久性国债跌到了 45 英镑，为历史最低，英格兰银行出现了挤兑。英格兰银行再次用六便士兑付法对付挤兑，赢得了时间，以便收集伦敦商人在一份支持和接受英格兰银行银票的声明上的签字。这次危机处理中的第二部分，即收集对银票的信誉保证，后来在 1797 年法国入侵费希杰德时，再次得到使用。当时，一天就收集了 1,140名商人与投资者对政府债券的保证签名。[29]在此，应该补充一点，1745 年通过缓慢兑付与请愿支持的方法，英国也为进一步组织军队，于 1746 年 4 月在卡洛登抗击那位年轻的王位觊觎赢得了时间。

完全关闭

阻止恐慌的另一个办法是关闭市场。1873 年纽约股票交易所做过，1914 年战争爆发时伦敦和许多城市也采用了这个办法。总

的来说，当局不鼓励这个做法。因为关闭会造成恐慌在私下蔓延，问题会更糟，而且关闭的短期目标与长期目标相冲突。关闭某个市场，会使其他市场的恐慌加剧。因为人们会尽快抛出股票或取走资金以免被套牢。1873 年 9 月的一次恐慌中，纽约股票交易所，第一次也是最后一次关闭了交易。但一位财经编辑认为，1929 年 10 月担心交易所关闭是造成城外的银行与“其他人”提钱的一个因素。[30]1873 年，匹兹堡和新奥尔良的当地交易所关闭了二个月，但影响较小，因为两地交易所只交易当地的股票。但此次关闭也给他们后来的运作增加了不少困难。[31]

关闭市场的另一个手段是宣布法定假日。1907 年俄克拉荷马、内华达、华盛顿、俄勒冈和加州出现恐慌时，就采用了这个办法。[32]在法定假日之后，就是银行假日。1932 年秋一些地方就已开始实行该办法，并于 1933 年 3 月 3 日推广到全国。银行假日只关闭银行，而法定假日所有的商业都关闭。[33]

还有一个并不十分理想的办法是暂缓公布银行的财务报表，1873 年就采用过此办法。该办法的含义是“你不知道的事不会对你产生伤害”。这个技巧主要用于隐藏一些银行的大量储备损失，它们担心一旦损失被披露，存户对这些银行的信心会进一步下降。

在商品交易中，一个广为接受的局部性办法，是设立每天最高的价格变动量，变动量一旦达到，就自动关闭市场。这通常称做“断电器”。这是在 1987 年 10 月 19 日黑色星期一之后，证券市场提出的。对商品交易来说，当价格高于或低于限额之后，当天的交易就停止。而对纽约股票交易所的建议是，如果证券价格高于或低于限额，据我所知，只是暂停交易某一段时间，比如 20 分钟。目的是使场内交易员有机会选择及配对买卖指令，并检查存货余额与现金头寸。

通过暂缓支付某一特定债务或全部债务，可以争取到时间。比如，暂缓支付期限尚有两星期的汇票，实际目的是为了宣布破产。此类中最普遍的做法，是银行稽查员只要可以不理会银行资产中的坏账，就不去揭它的伤疤。如果房地产投资信托公司及按揭销售中心的地主们愿意增加一笔贷款支付利息，银行就不会提出疑问。银

行的稽查员们并非总是坚持以保守与正直的态度来提出警告的。

不过正式的暂停支付似乎不如非正式的有效。1873 年维也纳股票交易所暂缓支付差额结算，仅持续了一个星期，即从股市崩盘到 5 月 15 日。联合两个拯救委员会，奥地利国民银行和稳健的商业银行筹集了 2,000 万基尔德的担保基金。但所有这些早期措施的作用都很微小。[34]还有一个暂缓支付的实例发生于 7 月君主节之后的巴黎。巴黎市政府宣布，所有在巴黎 7 月 25 日到 8 月 15 日到期的票据都延期 10 天支付。这虽然减缓了银行资产的压力，但却对抵制票据持有人兑付现金的要求毫无作用。[35]

清算所票据

在美国联邦储备系统成立之前，美国采用的主要手段就是清算所票据。清算所是美国 19 世纪 50 年代的产物：纽约的清算所成立于 1853 年，费城的清算所成立于 1857 年恐慌之后的 1858 年。在 1857 年的恐慌中，纽约的银行未能精诚合作以阻止通货紧缩。纽约的商业署就认为，如果四五家最大的银行能够共同帮助俄亥俄人寿与信托公司偿付债务，美国的商业与信用就能得到保存了。[36]到 1873 年，通过清算所，银行已接受清算所的票据（清算所的总负债）作为支付工具，而不再要求货币或银行券。这个制度的好处在于它减少了银行相互争夺存款的动力。斯普拉格认为，这个制度还应辅之以聚拢银行储备的功能，否则，银行在兑付完自己的储户之后，而在清算中又没有收到现金，就会被迫停止支付。[37] 1873 年，储备曾得到聚拢，但此后不再聚拢了，清算所票据虽仍有所帮助，但作用已减小。

清算所票据更严重的不足之处，就像战时临时通货一样，在于其流通性受地域限制，因此它只可用于当地的工资及零售支付，而在城市间的支付中，它的作用就大打折扣。1907 年 160 间清算所中，60 间采用清算所票据，促进了当地支付。但斯普拉格相信，交易所之间的混乱现象却毫无改善。有一个表列示了纽约基金在波士顿、费城、芝加哥、圣路易斯、辛辛那提、堪萨斯城、新奥尔良

等城市，10 月 26 日至 12 月 15 日间的报价。从中可以发现该基金在大部分城市为升水或平价，但在芝加哥 11 月 2 日有 1.25%的贴水，在圣路易斯 11 月 26 日有 7%的升水，而一周前的升水才 1.5%。[38]1907 年 12 月，雅各布·H. 希夫写道："最近经历的一个教训是，在不同的银行中心发行清算所票据会有不少的危害。它损害了交易所的运作，很大程度上使国家的经济陷于瘫痪。"[39]

因此我们不奇怪，浮动汇率的拥护者，或有限度的区域金融工具如欧洲支付联盟的支持者，不把清算所票据经验作为说明区域货币优势或清算地方化优越性的范例。我也看不出有何迹象表明清算所票据是好的工具，虽然我想我看见过米尔顿·弗里德曼的建议，认为与中央银行实行大规模的中央银行制度相比，清算所票据是一个相当不错的工具（但是我不记得是从何处形成的这个印象）。其他具有相同特性的工具有清算所支票和保付支票。这些工具都加入了流通中的支付手段行列，而不需要现金。

银行组织清算所来对付恐慌是在 19 世纪中叶之后。其他团体也可组织起来抵御危机。例如，股票市场团体。1907 年 10 月 24 日，由 J.P. 摩根牵头的银行家联合体组成了年利 10%的 2,500 万美元的联合贷款，来阻止股票市场的崩溃。[40]22 年后的同一天，1929 年的黑色星期四，理查德·魏特尼在交易所场内，从一个柜台跑到另一个柜台，为一个辛迪加竞价。这个辛迪加仍是由 J.P. 摩根公司牵头的。[41]

银行合作

除了清算所，银行也可以通过拯救委员会（例如维也纳 1873 年 5 月及更早些的情形）、贷款基金、债务担保基金、有组织地合并弱小银行与公司，及其他支持弱公司的手段来抵御危机。在此我举三个例子，一个是巴黎银行在 1828 年阿尔萨斯危机中的作用；第二个是 1857 年汉堡为解决困难所采用的措施；最后是 1890 年巴林兄弟公司的贷款担保基金。

1828 年的阿尔萨斯危机

1827 年 12 月，米路斯的三家纺织品公司倒闭，巴黎银行立即拒绝兑付来自阿尔萨斯的票据，法兰西银行也设定了一个 600 万法郎的限制。而这个金额“还没有两家阿尔萨斯公司的财富多。”然后，巴黎银行又决定不接受有来自米路斯和巴塞尔的背书的票据。这一决定加剧了恐慌。1828 年的 1 月 22 日，巴黎盛传谣言，两家公司要倒闭。巴黎银行派出一个特使雅各斯·拉斐特，1 月 26 日到达米路斯，表示愿意在商业委托下提供 100 万法郎的贷款。但在他到达之前，已有两个纺织业商人，尼加拉斯·凯史林和多弗斯·琼斯离开了米路斯前往巴黎，而且又有两人紧随其后。同时，库存品已按 30% ~ 40% 的大折价倾销。1 月 26 日到 2 月 15 日，又有 9 间公司倒闭。列维—列伯耶说，情况本来会更糟，但在最后一分钟，J.C. 戴维力尔牵头组成了一个 26 家巴黎银行的辛迪加，向凯史林和琼斯提供了 500 万法郎的信贷。他们俩已于 2 月 3 日回到了阿尔萨斯，并决定留下 400 万法郎，其余 100 万法郎分给同行。同行则表示愿意为他们提供担保。这一姿态重树了市场信心。在巴塞尔，银行又为其他商人凑了 130 万法郎。部分还由于其他商人的担保，自此信心终于得到了恢复。[42]而那些未能得到凯史林—琼斯基金或巴塞尔那些钱的公司则倒闭了。[43]这是一个警示性的故事，并非为了说明法兰西银行或巴黎银行家的智慧或功劳。

1857 年的汉堡危机

读者对 1857 年汉堡危机的背景可能已耳熟能详。由于贸易的发展，特别是由于克里米亚战争的影响，使信贷很充裕。汉堡是德国的英国城，但在糖、烟、咖啡和棉花上与美国和斯堪的纳维亚国家有不少的业务联系。当通货紧缩浪潮席卷大西洋两岸时，汉堡也无法逃避这股浪潮的袭击。8 月 24 日由俄亥俄人寿公司引发的恐慌潮，三个月后随着威勒霍夫（Winterhoff）和皮博尔（Piper）两家与美国交易的商贸公司的停业，也在汉堡登陆了。[44]从英国驻汉

堡领事馆的每天快报中可以窥见当时的情形：

11月21日：一些主要的商贸公司和两家银行准备歇业。

11月24日：一家贴现担保协会成立，原来资本为1,000万马克，后来提高到了1,300万马克（约100万英镑），其中100万马克当时就到位了。

11月23日：两家与伦敦交易的商贸公司倒闭。贴现担保协会对汉堡票据的背书更加谨慎。[45]只要一次授权，贴现担保协会的资金在三天内就会枯竭。[46]

11月28日：德国商会和一些重要的商人劝说参议院呼吁众议院安排发行政府债券，以便能按抵押商品、债券和股票值的50%～66.7%向困难的商人提供帮助。

12月1日：随着乌尔伯格（Ullberg）和克莱默（Cremer）的停业，10家到12家瑞典的贸易公司关闭了。贴现担保协会停止提供新的担保。整个商业处于停顿状态。

12月2日：有建议修改《破产法》，以使债权人也能分享附属的商品。

12月7日：有提议成立一家国家银行，对良好的票据进行贴现。最高可达3,000万马克（约240万英镑）。该银行可对商业汇票提供利率6.67%的政府短期贷款。但众议院否决了提议，反而提出发行3,000万马克纸币，作为法定货币。但参议院否决了众议院的提案，坚持实行银本位。

最后各方采取了一个折中的办法，成立了一个1,500万马克的国家贷款机构基金，由500万马克的汉堡政府债券和1,000万马克海外筹款组成。[47]关于运银火车的故事参见第十一章，这是国际最后贷款人的一个例子。

有位观察家算出，此项拯救操作的总数为3,500万马克：包括贴现担保协会的1,500万马克，国家贷款机构的1,500万马克，商会的500万马克，但未说明该500万马克从何而来。他将此数与被保护的1,000万马克票据进行比较，说明如果商人仅用商品价值六分之一的资金进行投机，那么只要价格下降17%，就足以让市场结清。对于参议院思想落后于时代三百年的说法，他引述了参议院

的陈词来进行反驳：商人在发债时超前了时代三百年。他还认为，国家在危机中提供的援助，将价格维持高位，实际上是牺牲消费者来帮助投机者。这个观念今天已不陌生，我们在下一章将继续讨论。[48]

债务担保：巴林危机

最著名的债务担保是威廉·利德代尔在巴林危机时提出的。不过这在英国并非首创，早在 1836 年 12 月，就出现过这种情况。当时私人银行家艾斯代里斯（Esdailes）、格林菲（Grenfell）和托马斯（Thomas）公司出现困难，但他们是 72 家国家银行在伦敦城的代理商，据说，就因为这个原因不能让它倒闭。而且它的票据中有伦敦城中所有最优秀公司的名字。其资产远超过负债，伦敦的银行家们准备提供担保施于援手。英格兰银行首先提供了 15 万英镑的援助，当时艾斯代里斯存活了下来，但只存活了两年，两年后它又负债倒闭了，克莱泛姆如是说。[49]

前面提到了保证信就可以暂时不受 1844 年银行法的约束，因为担保是另一种选择。保证信是由财政大臣戈申（Goschen）勋爵向英格兰银行的行长利德代尔签发的。但利德代尔认为“依赖这种保证信正是英国银行业不良的原因”，因此他拒绝接受。

如果利德代尔拒绝采用 1847 年、1857 年和 1866 年都采用过的办法来平息市场，他就不是那种坚持让市场自食其果的人。1890 年 8 月，他警告巴林兄弟公司，公司应该控制对阿根廷代理商 S.J. 哈斯的承兑。11 月 8 日星期六，巴林兄弟公司向利德代尔透露，公司很困难。由于担心巴林公司的状况一旦公之于众会引起恐慌，英格兰银行于 11 月 10 日拜见了财政大臣，但拒绝财政大臣的保函。它从两个方面进行了准备。第一，它的储备已很低，但考虑到通过提高银行利率来增加储备，速度会很慢，因此，它想从海外寻找援助——这是第十一章的主题。第二，由罗思希尔德勋爵牵头，组成一个委员会，解决市场中大量未消化的阿根廷债券。

拖了一个星期后，谣言开始传开。巴林的票据在英格兰银行的

贴现率越来越高。到星期三，利德代尔已获知，从长期看巴林公司尚未到资不抵债的地步，但短期还需要 800 万 ~ 900 万英镑。星期五，约翰·但尼尔，这位穆伦公司的主管人找到利德代尔，喊道："你就不能做点事，或者说一两句话，放松一下大家的情绪：他们满脑子都在想可怕的事就要发生，他们都在谈论最可怕的事。"[50]

11 月 14 日，利德代尔与两位代表财政部的内阁部长史密斯勋爵（Lords Smith）和索尔兹伯里会面，达成了协议，政府立即增加在英格兰银行的余额。另一项协议虽然更费周折，但也达成了。政府与英格兰银行分担星期五下午 2 点到星期六下午 2 点间，英格兰银行贴现巴林兄弟公司票据所遭受的损失。根据这一协议，利德代尔召集 11 家私人银行开会，劝说它们共同建立一个基金以担保巴林的债务。它们取得俄罗斯国家银行的同意，不提走存于巴林的 240 万英镑的存款。私人银行总共筹集了 325 万英镑，其中包括英格兰银行自身出资的 100 万英镑（英格兰银行形式上也是一个私人银行），及三个贷款人格林 & 米尔斯公司、卡瑞公司和罗思希尔德公司各自的 50 万英镑。这就有了良好的开端，当晚又得到五家伦敦股份银行的同意，它们也出了 325 万英镑加入担保基金。有了这些保证，11 月 15 日的泰晤士报宣布巴林公司将会倒闭，但不会损失。担保基金的募集公司星期六继续进行募集。因为股份银行必须召开董事会，批准各自的认购份额。上午 11 时，会议就结束了，然后其他银行和金融机构又将基金额度从上午的 750 万英镑，提高到下午 4 时的 1,000 万英镑，最后达到了 1,700 万英镑。因此，与其说巴林公司倒闭是伦敦金融体系脆弱的表现，不如说担保基金是伦敦体系强健的信号。例如，马丁银行因向另一家与阿根廷交易的公司穆里塔斯（Murriettas）提供贷款而处境困难，但它在 11 月 18 日（星期二）向担保基金认购了 10 万英镑。这对于帮助巴林公司的行动来说已太迟了，但却提早地向世界显示了马丁的实力。[51]总结这一事件，鲍威尔（Powell）说："英格兰银行并不是金融市场上的唯一斗士，要么战斗，要么撤退，而是世界有目共睹的大金融财团的领袖。"[52]

11 月 25 日，一个新的股份制公司，巴林兄弟有限公司成立，

资本100万英镑。担保的样式也许还有点意义，存录于此。

担保基金

英格兰银行，1890年11月

鉴于英格兰银行已同意向摩萨斯·巴林兄弟公司提供贷款，以使该公司能够在下列债务到期时偿还：1890年11月15日当晚的已有债务，或该日及该日之前的业务所发生的债务。

我们签署者同意，每个人、企业或公司，就他或他们名下的金额，向英格兰银行保证，英格兰银行行长可根据实际需要，决定摩萨斯·巴林兄弟公司最终清算的完成期，由此产生的损失，由我们补偿。

一旦要履行承诺，所有的担保者将按比例出资，不会个别要求某个人或公司出资。

清算期最长为三年，从1890年11月15日开始。[53]

距此一个多世纪以后，对冲基金长期资本管理公司在1998年9月的拯救行动与巴林公司的运作极为相似。纽约联邦储备银行的主席威廉·麦克当纳（McDonough），召集了包括美林、摩根斯坦利、J.P.摩根、大通和瑞士联合银行等14家主要的金融公司，共同出资36亿美元，收购长期资本管理基金90%的股权，以避免该基金的崩溃。[54]

联邦存款保险

1890年和1998年的担保是由私人提供的，而且是在危机发生之后开设的。从1934年开始，美国的联邦存款保险则提供了存款的事前担保，防止银行挤兑扩散。担保额初期为1万美元，后来逐步提高到10万美元。10万美元这个金额，据一位知情官员说，是两个提案折中的结果。一个是众议院的提案，提议从4万美元增加到5万美元，另一个是参议院的提案，提议从4万美元增加到6万美元。在1984年芝加哥的大陆伊利诺伊银行和1988年达拉斯第一共和银行的大银行危机中，联邦存款保险公司故意取消了担保的限

额，以防止挤兑发生，并在处理过程中制定了操作规则，将有 10 万美元以上存款的某些银行定为“太大不能倒闭”的银行。而当挤兑真的出现时，才发现存款保险的设计对 10 万美元以下的小存户利益考虑得太少，而过多考虑了可能冲击系统的挤兑问题。[55]

以 10 万美元为标界的一个尴尬情况是，出现了所谓的“存款经纪人”。他们接受大额存款，收取一定的佣金，然后将它们分成每笔不足 10 万美元的存款。这种创新会出现两种荒谬的效果。第一，它为富有的成熟的存款人提供了担保，这些人自身是有能力判断银行是否安全的，无此能力的是小额存款人。第二，吸收的存款实际上会鼓励银行发放高风险的贷款，因为银行在确定存款受到保险之后，会采用高利率吸收存款，因此就将进行高收益的高风险投资。[56]

全球经历了最严重的一次银行危机后，开始实行了存款保险，这种制度总体上抑制了银行挤兑。那为什么这种制度不是在更早时就实行了呢？

在美国久远的历史中，银行业的规矩就是银行自由运作，即使是不负责任的野猫银行。只要愿意，任何人都可以开设银行。这种情况下，银行的风险极大，银行家更迭频繁。对银行存款进行担保，无疑是给投机，甚至挪用存款的行为颁发许可证。银行提款的威胁消除了，防止银行家不负责任的主要制约因素也就消失了。存款担保被视为可能导致不良银行的原因而遭到拒绝。这种情况持续到 1933 年 3 月 2 日，全国银行日的前夕，联邦储备委员会尚未建议设立这种担保制度。[57]

在 1970 年之前，联邦存款保险公司（FDIC）的记录基本良好。从 1934 年开始到 1970 年，只有一家存款超过 5,000 万美元的银行倒闭，大多数倒闭的都是存款不足 50 万美元的小银行。多数情况下，联邦存款保险公司都安排了收购，这样受到损失的主要是存款超过保额的存户，联邦存款保险公司自身的损失就不多。

但在 20 世纪 70 年代和 80 年代，联邦存款保险公司，特别是它的兄弟机构，联邦储蓄信贷保险公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation，FSLIC）和联邦住房贷款银行的问题却迅速

上升。本章的讨论都是在存款保险的题目之下，但如果纳税人最终要为损失做出补偿的话，则更适合于下面的“最后贷款人”一章。联邦存款保险公司拯救了大批银行，其中有两家是大型银行，芝加哥的大陆伊利诺伊银行和达拉斯的第一共和银行，这两家各吃掉了保险公司数十亿美元的资产。而联邦储蓄信贷保险公司在拯救储蓄机构，特别是在将它们与好的机构合并、购买不良资产上，耗掉了所有资产。1987 年底，联邦储贷保险公司的借款权限提高到了 108 亿美元。20 世纪 90 年代初期普遍的看法认为，处置倒闭的储贷协会的最佳金额应达到 1,500 亿美元。这个数字在 90 年代持续增加。[58]问题是，这其中是否可以有一部分损失通过增加银行存款保费来弥补——这一建议受到很多健康运行的银行的反对。最终，这笔账单就落到了美国纳税人身上。[59]

财政票据

不向财务困难的企业贷款，而又要挽救企业的一个古老办法是向企业发行有抵押的可流通债券（当然，如本章第一部分所说明，如果市场崩溃了，即使原来最有流通性的证券也无法立即售出）。债券可以是私人的，也可以是公众的。两种类型的债券都是 1857 年汉堡复杂的一揽子方案的一部分。但在 1763 年和 1799 年的危机中，同样复杂而随意构建的拯救方案中，海军票据是其中的一部分。[60]不过应用最广的要算 1793 年、1799 年和 1811 年英国发行的财政票据，但这个办法在 1825 年遭到了严厉拒绝。

多数人认为财政票据的概念出自约翰·辛克莱（John Sinclair），实际上它可能起源于英格兰银行。1793 年 4 月 22 日，伦敦城的领袖们与首相威廉·庇特（William Pitt）聚集唐宁街，讨论如何对付 300 家国家银行中的 100 家倒闭及价格暴跌引起的危机。第二天有 11 个人聚在伦敦市长的官邸，构想国家援助方案。根据克莱泛姆的记录，当时尚无一人清楚会议的方向。会议中逐步形成一个方案，由政府发行 300 万英镑财政票据。后来议会将金额提到了 500 万英镑，发行对象为商人，以他们在海关里存放的商品为抵押。这

个方案的另一个特别之处是，发行了五英镑的纸币，而减少使用金、银硬币，在此之前票据最小的纸币面额为十英镑。财政票据不是由英格兰银行发行的，而由特别委员会发行。大约有七万英镑被立即运往曼彻斯特，另外有相同的金额被运往了苏格兰南部的格拉斯哥。按麦克弗森（MacPherson）的记录，这个方案非常成功。有338家公司申请了总额300万英镑的票据，有228家公司得到了220万英镑的票据，228家中最终只有两家破产。恐慌过后，有120万英镑的申请被撤销了。[61]

1799年汉堡发生的危机也对利物浦造成了影响。财政票据再次起了作用。议会批准了50万英镑的财政票据，只用于利物浦，抵押品为200万英镑的库存商品。[62]

1811年危机又一次爆发。1811年3月1日，国家商业信贷选择委员会成立。委员包括亨利·桑顿、约翰·辛克莱勋爵（Sir John Sinclair）、托马斯·巴林勋爵（Sir Thomas Baring）和亚历山大·巴林（Alexander Baring）。委员会的报告一个星期就完成了，记录下了与西印度、南美洲国家组织交易的进出口商的财务困难状况，也记录下了因交易撤销而在伦敦仓库中堆积如山的，准备运往波罗的海地区的大量商品。报告建议发行600万英镑的财政票据。由于与拉美地区的交易过度，下议院并不十分支持这一做法。反对者尽管也对财团企业表示同情，但却怀疑拯救投机者的做法是否明智。后因工贸部长一职而成名的胡斯克伊森，称这是信贷太容易获得而造成的恶果：

绅士们怎么会看不到，那种从不超越自己资金能力的旧英国商人已为一群狂热、过激的投机商所替代。只要有可能，他们就从不停止借贷。绅士们应该看到，小本经营的小商贩比最有购买力的大商贾更风光。现在即使是一些微不足道的商品也出现了投机热。如果拯救资金又被用于投机，那只会使后果更严重。他担心这种情况可能已经发生。在这种情形下，现有措施的结果是把另外600万英镑加入流通中，并抬高了商品的价格。[63]

详细描写这段争论的斯马特（Smart）提到，尽管有许多人批评这项措施，但很少有人能够拒绝它。最后措施通过了，但申请的

人并不多，只派发了 200 万英镑。“在困境中，能够提供所需的安全抵押的人不会很多。在他们的商品毫无市场时，要寻找一副妙方，通过发放信贷使他们能生产更多的商品，是何其困难。”[64]

我们在前面有两次提到了在 1825 年危机中，财政票据被拒绝作为减缓危机的手段。

银行管制与监管

通过严格的管制与监管能否防止金融危机的发生呢？一些学者持这种观点，但另一些学者却主张放松管制。其实银行业稳健经营的规则已直接包含在法规中，或者隐含于银行业务的传统中。但有许多规则，银行及其监管者都忽略了。银行应该按市场来定价，即每天、每星期或每个月按照市场变现的价格而不是成本估价贷款和投资：“问题贷款”要拨准备金，疑问贷款要核销。如果银行的资本消耗掉了，即损失超过了准备金，按照传统的规则应该关闭，但银行并非完全遵照这些规则。花旗银行减少了第三世界国家债务，联邦储贷保险公司允许 500 家已破产的储贷协会继续营业，希望它们能起死回生，就是违反规则的明例。1987 年春季，这些消息充斥着各种报刊。随着部分管制规则的演变，联邦储备委员会已建立了一些新的商业银行资本要求，并与十国集团的其他中央银行合作，逐渐建立统一的资本要求，以强化世界的银行业体系。

但强调资本是资产或其他债务的某一比例的要求，则使银行业务转向“表外”。这类业务给银行带来手续费或佣金收入，但相关的资产或负债是或有的，因此不必表现在资产负债表上，仅需作为一个注脚。这些业务有利率与货币掉期、期货、期权、承销风险、“回购”（售出证券同时承诺一定时间后再买回）、票据发行便利等。为计算资本要求，这些表外业务也可以按期权或权重计值，并计入资产或负债中，[65]但要这么做，财务的复杂程度就会极大提高。

我们可以设想，通过更严格的监管，来防止那种可能导致金融危机的随意放贷的出现。但历史表明，这种设想是建立在无法实现的理想之上的。美国的银行稽查责任是由货币监督官、联邦储备银

行、各州银行监督官共同负责。有一个观点认为，不是在管制中存在竞争，而是在再管制中存在竞争。[66]德国一位著名的银行家兼政治家说："共同负责就是不负责。"[67]适合危急情况的聪明人是不愿长时期忍受寂寞的。这也是核电厂控制室里遇到的难题。管理不善的银行在问题暴露之前是难以发现的。同样，要发现欺诈就更难了。繁荣时期监管的松懈播下了危机的种子，而繁荣走向衰退时，危机就会爆发。然后是清盘、延缓、担保、拯救、收购，或依赖其他最后贷款手段。

运气：一点补白

在转向最后贷款人问题之前，最后提一下幸运女神。她对消除个别危机是有效的，但对全国性或世界性的危机也只能束手无策。我曾听过沃思讲的汉堡考夫曼兄弟的故事。据说，他们在 1799 年的危机中破产了，当时其中的一个兄弟送给他的新娘一张汉堡市的彩票，彩票的一等奖品为 10 万马克。而这位新娘自己也买了一张号码相同的梅克伦堡（Mecklenburg）公国的彩票，奖品为价值 5 万普鲁士泰勒（相当于 10 万马克）的房产。结果她两张都中了奖。因此考夫曼兄弟也就从破产中完全恢复了。[68]这个故事，沃思是从诺尔蒂的《回忆录》中看来的，我没有查证过他的书，但我仍然对故事的真实性表示怀疑。

拿破仑战争时确曾遗忘过发行 1 英镑的钞票，它遗留下了并拯救了 1825 年的那一天。

注释：

1. 托马斯·乔普林，《议会质询恐慌环境的情况，一封给托马斯·吉斯伯的信》（伦敦：詹姆斯·里奇维父子公司）。

2. 约翰·克莱泛姆爵士，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945 年），第 2 卷，第 236 页。

3. 维克多·摩根，《中央银行的理论与实践，1797 ~ 1913 年》

（剑桥：剑桥大学出版社，1943 年），第 236 页。

4. 这个故事见于安德列亚《英格兰银行史》（伦敦：1909 年），第 334 页。详细讨论见多恩布什和雅各布·弗兰克尔的“金本位与 1947 年危机中的英格兰银行”，迈克尔·博多和安娜·斯沃茨主编的《古典金本位的回顾，1821 ~ 1931 年》（芝加哥：芝加哥大学出版社，1984 年），第 223 ~ 264 页。

5. 财政部，《货币流通及作假处罚的管理规定》（巴黎，帝国出版社，1867 年），第 2 卷，第 456 页。

6. “1857 年的突变——原因与结果”，《纽约先驱报》，引用于莫里尔·埃文斯主编的《1857 ~ 1858 年商业危机史及 1859 年股票交易危机》（1859 年重印，纽约），第 121 页。

7. 赫伯特·胡佛，《胡佛回忆录》（纽约：麦克米兰公司），第 3 卷，第 30 页。

8. 穆瑞·N. 罗思巴德，《美国的大萧条》，第 3 版（堪萨斯城：希德沃德公司，1975 年），第 187 页。

9. 保罗·约翰逊，《现时代：从 20 年代到 80 年代的世界》（纽约：哈泊尔 & 罗公司，1983 年），第 244 页。

10. 恩斯特·巴思奇，《荷兰的金融危机》（古斯塔夫·费雪，1927 年），第 238 页。

11. 乔普林，《议会质询》，第 14 ~ 15 页。

12. 大英帝国，《议会文件，货币政策，商业困难》（山农：爱尔兰大学出版社，1969 年），第 1 卷，第 427 页、第 431 页。

13. D. M. 埃文斯，《1847 ~ 1858 年商业危机》，第 2 版（1849 年；重印本：纽约：奥古斯塔斯·凯利，1969 年），第 89 页。

14. 埃文斯，《商业危机》，第 181 页。

15. 《议会文件，商业困难》，第 12 页。

16. 《1857 年商业危机下的外国交流》，汉堡咨询文告第 76 号，1857 年 11 月 23 日，第 435 页、第 440 页和第 441 页。

17. 亨利塔·M. 拉尔森，《杰·库克，一个私人银行家》（剑桥：哈佛大学出版社，1936 年），第 80 页。

18. W. C. T. 金，《伦敦贴现市场的历史》（伦敦：乔治·卢特雷

奇父子公司，1936 年），第 243 页。

19. 西奥多·德莱塞，《欲望三部曲》中的《金融家》（1912 年）（纽约：世界出版社，1972 年），第 491 页。

20. W. 杰特·劳克，《1893 年危机的原因》（波士顿：乔顿，米夫林公司，1907 年），第 102 页。

21. 《商业与金融编年史》，1884 年 5 月 16 日。见 O.M.W. 斯普拉格，《国民银行体制下的危机史》（1910 年；纽约：奥古斯塔斯·凯利，1969 年重印），第 112 页。

22. W.R. 布罗克，《利物浦勋爵与自由保守主义，1820 ~ 1827 年》（剑桥：剑桥大学出版社，1914 年），第 209 ~ 210 页。

23. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 卷，第 332 页。

24. 斯蒂芬·斯卡尔维特，《1763 年的柏林危机》（斯图加特/柏林，维拉格·科尔哈默尔，1937 年），第 49 ~ 73 页。

25. 亚瑟·盖耶，W.W. 罗斯托，安娜·施瓦茨，《英国经济增长与波动，1790 ~ 1850 年》（牛津：牛津大学出版社，1953 年），第 1 册，第 272 页。

26. 拉利·威默尔，"1869 年黄金危机：国内经济政策与国际贸易理论中的一个问题"（芝加哥大学博士论文，1968 年），第 79 页。

27. 安德列亚，《英格兰银行》，第 137 页。

28. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》（伦敦：克莱塞特出版社，1960 年），第 184 页。

29. 安德列亚，《英格兰银行》，第 151 页。

30. 亚历山大·达拉·诺耶斯，《市场：一个财经编辑的回忆》（波士顿：小布朗公司，1938 年），第 333 页。

31. 斯普拉格，《金融危机史》，第 259 页。

32. 前引文献。

33. 前引文献，第 181 页。

34. 马克斯·沃思，《金融危机》，第 4 版（1890 年；1968 年重印），第 521 页。

35. 毛里斯·列维—列伯耶：《19 世纪欧洲银行的工业化与国际

化》(巴黎：法兰西大学出版社，1964 年)，第 480 页注释 5。

36. 乔治·范弗莱克，《1857 年的危机：分析性研究》(纽约：哥伦比亚大学出版社，1943 年)，第 80 页。

37. 斯普拉格，《危机史》，第 120 页，第 182 ~ 183 页。

38. 前引文献。第 75 页，第 291 ~ 292 页。

39. 雅各布·H. 希夫，“中央银行与货币弹性的关系”，《美国政治与社会科学年报》，第 31 期 (1980 年 1 ~ 6 月)，第 375 页。

40. 莫伦·亨里克，“1907 年的危机及其教训”，前引文献，第 309 页。

41. 约翰·肯尼思·加尔布雷思，《1929 年大崩溃》，第 3 版 (波士顿：休顿·米夫林，1972 年)，第 107 ~ 108 页。

42. 列维—列伯耶，《欧洲银行》，第 470 ~ 471 页。

43. 伯特兰德·吉尔，《19 世纪的法国银行》(巴黎：德洛兹出版社，1970 年)，第 93 页。

44. 议会文件《商业困难》，第 4 卷，附录：汉堡快报第 75 号，第 434 页。

45. 前引文献，第 435 页。

46. 汉斯·罗森伯格，《1858 ~ 1859 年的危机》(斯图加特/柏林：科尔哈默尔，1934 年)，第 129 页。

47. 议会文件，《商业困难》，第 4 卷，附录，《汉堡快报》，第 77 号、第 80 号、第 81 号、第 82 号、第 84 号、第 86 号，第435 ~ 437 页。

48. 阿尔伯特·夏菲尔，《对 1857 年汉堡危机的处理》(图并根：劳普申出版社，1885 年)，第 2 卷，第 44 页、第 45 页、第 52 页、第 53 页。

49. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 卷，第 156 页。

50. 前引文献，第 331 页。巴林危机及拯救过程详见 L.S. 普莱斯内尔的“黄金储备，银行储备和 1890 年的巴林危机”，载于 C.R. 莱特里希和 S.G. 威尔逊，《纪念沙伊之货币与银行论文集》(牛津：克莱伦顿出版社，1968 年) 及“1914 年的英镑制度与金融危机”，载于 C.P. 金德尔伯格与 J.P. 拉法格，《金融危机：理论、

历史与政策》（剑桥：剑桥大学出版社，1982 年），第 148～164 页。

51. 约翰·彼道夫·马丁日记，载于乔治·张德勒的《四个世纪的银行业》（伦敦：B.J. 匹茨福德，1964 年），第 1 册，第 330 页。

52. 艾里斯·鲍威尔，《货币市场的演变》（1384～1915 年），金融作为中心协调力的发生与发展的历史与分析研究（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1966 年），第 528 页。

53. 前引文献，第 525 页。

54. “纽约联邦储备局帮助对冲基金走出困境”，《纽约时报》，1998 年 9 月 24 日，pp.A1，C11。

55. 有些清教徒式的人物或受虐狂认为银行挤兑是储户的最佳反应，有利于整个系统，危机是监督的一种形式。“如果存款者认为有一些表现不佳的银行，但又无法确定哪些已破产，他们就会通过系统危机来将这些不理想的全部清理出去。”这段话出自查理斯·戈登的“银行危机的起源：模型，事实与银行监管”，载于格莱姆·休伯特《金融市场与金融危机》（芝加哥：芝加哥大学出版社，1991 年），第 120～121 页。

56. C.P. 金德尔伯格，“最后贷款人：原则性推得太远?”，载于 C.P. 金德尔伯格的《历史地看世界经济和国家金融》（密歇根大学出版社，1995 年），第 147～162 页。

57. 胡佛，《回忆录》，第 3 册，第 211～212 页。

58. “银行董事会预计得克萨斯州的危机成本翻了一番”，《纽约时报》1988 年 7 月 8 日 D 版。

59. “财政部指出对储户的救助不应以纳税人为代价”，《纽约时报》1988 年 8 月 3 日 D 版。

60. 沃思，《金融危机》，第 100 页。

61. 安德列亚，《英格兰银行》，第 187～189 页；或克莱泛姆，《英格兰银行》，第 1 册，第 263～265 页。

62. 盖耶·罗斯托和斯沃茨，《增长与波动》，第 1 册，第 34 页。

63. 威廉姆·斯马特，《19 世纪经济年鉴》（纽约：奥古斯塔斯·

凯利，1964年)，第1册，第267~268页。

64. 前引文献。

65. 伊安·吉迪，“对表外银行业务的监管”，《寻求金融稳定：过去50年》(旧金山联邦储备银行，1985年)，第165~177页。

66. 爱德华·凯恩，“竞争性的金融监督放松：国际评论”，载于R. 波兹和斯沃博达的《国际金融稳定的威胁》(剑桥：剑桥大学出版社，1987年)，第111~145页。

67. 斯坦利·祖克、路德维希·巴姆伯格，《德国自由政治家和社会批评，1823~1899年》(匹兹堡：匹兹堡大学出版社，1987年)，第78页。

68. 沃思，《金融危机》，第110~111页。

第十章 最后贷款人

在过去的250年间，霍特里所称的“中央银行艺术”已演变成最后贷款人的概念。这一词汇来自法语 dernier ressort，意思是指可以诉讼的法律管辖权。但现在这个术语已彻底英文化了。英文的中央银行强调贷款人的责任，而法文的法律意思强调上诉人或借款人的权力。

最后贷款人随时准备创造更多的货币，阻止因流动性欠佳的金融资产转换成货币而出现的挤兑。但创造多少？创造给谁？按什么条件创造？何时创造？这些问题构成了最后贷款人的难题。首先，应确定一个最后贷款人，其次，这个最后贷款人应该是谁。所有这些问题都源于一个基本的矛盾：如果市场知道它会得到最后贷款人的支持，它就会在下一轮经济高涨时期，较少甚至不愿承担保证货币与资本市场有效运作的责任。最后贷款的公共产品性弱化了银行保持稳健的责任。但是如果无人来阻止因恐慌强行抛售商品、证券和其他产品，及争抢有限的货币而产生的脱媒，所谓的合成谬误就会出现。市场中的每一个参与者都急于解救自己，结果却毁了大家。

反对最后贷款人的声音从未间断过。拿破仑的公共财政大臣弗朗索瓦·尼古拉斯·莫利恩（François Nicholas Mollien）曾写信强烈反对他导师的干预主义思想。他导师要拯救因大陆体系封锁而濒临破产的制造商，而他却认为一旦依此行事，只会让财政部越陷越深。[1]1848年法国的财政大臣路易斯·安东尼·加尼尔佩基（Louis Antoine Garnier – Pagès）认为，加速危机的进展，缩短危机的周期是有益的。他说：“不要挽救，清掉股票，卖掉商业。”他声称这个政策促使了法国在1850年到1852年的危机之后经济的辉煌发展。[2]对穆瑞·罗斯巴德而言，“支持摇摆不定的局势，只会延迟清算，增

加局势的复杂。"[3]这方面，赫伯特·斯潘塞的表述最为尖锐："保护人类免尝愚蠢行为的苦果，其结果只会让全世界都变得愚蠢。"[4]在达尔文时代，这种观点是可以理解的。今天的理性预期者认为，不存在愚蠢的人，但零假设可能是，愚蠢人数的比例是一个常数，或者与经济周期同方向变化。

概念的起源

最后贷款人的概念不是源于经济学家的脑子，而是市场实践的结果。阿希顿称英格兰银行在 18 世纪已经是最后贷款人，[5]但这个说法与他的下述说明并不完全一致。他说："早在经济学家想出对付危机的规则之前，就已经认识到，解决金融危机的药方是由货币当局（英格兰银行或政府本身）发行某种银行家、商人及一般公众都愿意接受的票据。如此一来，恐慌就会得到缓解。"[6]

括号内的"或"字说明，到底是中央银行还是政府作为货币当局并不肯定。其实这个问题直到今日尚无定论。因此，认为英格兰银行在 18 世纪就已成为最后贷款人之说值得商榷。但实践先行于理论却是千真万确的。E.V. 摩根认为，政府在 1793 年、1799 年和 1811 年发行财政票据的行为，推迟了英格兰银行对自身责任的认识。英格兰银行是在 19 世纪的后半叶，"在理论家的一片反对声中"，逐步担当起最后贷款人角色的。[7]这种变化过程也反映在法兰西银行的演变中。1833 年法国议会的多数成员无视霍廷纳（Hottinguer）采取英国模式的建议，也无视奥蒂尔（Odier）采取一个全新政策的呼吁，而是要求法兰西银行以捍卫法郎为主要职责。他们认为，无须惧怕资本外流，不应人为压低货币来鼓励投机，加速危机。危机出现时，法兰西银行应提供充足、便宜的贴现，支持商业交易，缓和危机，缩短危机周期。[8]

在巴杰特的《隆巴德大街》1873 年发表之前，最后贷款人的角色一直不为理论家们所重视。弗兰西斯·巴林（Francis Baring）1797 年曾呼吁重视这个思想，但并无多少响应。[9]亨利·桑顿的经典之作《纸的信用》在讨论英国国家银行时，分析了这个问题正反双

方的论点。[10]1875 年在议会的银行选择委员会前，巴杰特在众人瞩目下，慷慨大方地把这一思想起源归功于大卫·李嘉图，而不是巴林和桑顿。“大卫·李嘉图的正宗思想是：在恐慌时期会有一个阶段，在这个阶段法定货币的发行不应受到限制。”[11]实际上，巴杰特自己在 1848 年 22 岁发表的第一篇文章中，就已对这个问题进行了阐述。他对 1847 年危机期间暂停实行《1844 年银行法》评论道：

纯金属流通的重大缺陷是，它的数量无法随时满足突然出现的需求。纸币出现后，无论需求的产生如何突然，都可以无限制地供应。对我们来说，紧急发行纸币满足突然出现的大量需求不存在什么限制。发行纸币的权力极易滥用……因此只能在极特殊的情况下使用。[12]

如前所述，这一观点仍然为一些人所拒绝，也有许多大思想家在尽力阐明问题的利弊。应该考虑当前的危机，还是未来的繁荣？是考虑问题的条件呢？还是问题的原则？“有许多时候规则与先例不能打破，也存在另一些时期，不能墨守成规。”[13]难点在于打破了常规，就产生了新的先例，新的常规。著名的货币学派理论家欧文斯通勋爵坚决反对在危机时扩大货币供给。但他不得不承认，危机会“产生对那种权力的需求，这是一种所有政府都应当拥有的，在紧急情况和国家需要时，进行特定干预的权力。”[14]在某一个场合，他甚至还用了一个令人印象深刻的比喻，来说明他的观点：“有一个古老的东方寓言，它说你可以用一个大眼针去堵一个泉眼，但它一旦溢出，最终会冲走整座城市。”[15]弗里德曼和施瓦兹是 20 世纪欧文斯通式的货币主义者，都坚定不移地坚持应控制货币供给，也曾采用相似的比喻调侃最后贷款人的观点：

对历史上银行危机的详细描述表明，到底有多少是依赖于某个或几个负责任的、愿意领导的杰出人物的出现……经济的崩溃常常具有累积的特征。让它在时间的坐标上移过了某一点，它就会从自己的发展过程中重新获得力量……因为不需要什么伟大的力量来挡住引起山崩的岩石，山崩本身的破坏性也很大。[16]

这个问题就像犯人面临的两难问题一样，中央银行一方面要能无限制地放款，阻止恐慌，另一方面又要让市场机制提高自身避免

未来恐慌的能力。现实的问题必然重于未知的，今天的问题要胜过明天的。

《1844年银行法》的颁布，代表了坚持稳定货币供给的货币学派，战胜了要求货币随生产与贸易增加的银行学派。两大学派都着眼于长期而不是短期目标，也不把增加货币供给作为对付危机的权宜之计。在起草银行法时，曾考虑过是否赋予紧急权力条款，用来缓行其他条款，但最终被否决了。1847年和1851年两次危机证明了暂停法律的实行，以增发货币作为最后手段是必要的。为此，议会进行了调查，了解每一次危机中，法律是否存在不足之处。调查结果表明，法律中不应增设缓行条款。但缓行是有必要的。1857年的危机中，票据经纪人突然都成了无限制的借款人，为了不使之成为可援用的先例，议会告诉经纪人下不为例。[17]规则是必需的，但在不得已的情况下也可以打破。这个原则已为大家广泛接受。因此1866年再次出现法律缓行之后，议会没有进行新的调查。

在19世纪50年代，杰利科（Jellico）和查普曼建议将英格兰银行用于调整储备贴现率的数学公式写进法律。伍德批评他们对英格兰银行交易与交易方法的精髓不甚了了。[18]1875年6月，财政大臣罗伯特·洛夫（Robert Love）提议赋予英格兰银行临时增加票据与证券交换的数量（当然是在一定的紧急情况下，包括危机时），提高利率到12%及调整汇率的权力。6月12日方案提交第一轮讨论。但从未进行第二次讨论，并于7月撤销。[19]严格的规则实行起来是很困难的。《经济学家》和沃尔特·巴杰特认为，应该由能使国家度过危机的英格兰银行而不是商业银行自己持有储备。英格兰银行的前行长汉克（Hankey）先生说："这是我国货币或银行界至今讨论的观点中最为有害的。这无疑是说，英格兰银行的作用就是随时准备为那些无法动用自有资产的银行家提供货币。"[20]但是公众却站在巴杰特一边，实践也与汉克的理论不同。如果繁荣时无法控制信用的扩张，至少应该尝试防止危机时信用的收缩。

谁是最后贷款人

至此，我们已较详细地描述了英国在谁应该成为最后贷款人问

题上的犹豫不决。到底是由政府发行财政票据缓解危机，还是由英格兰银行根据需要缓行《1844 年银行法》规定的限额，允许金融机构以罚息贴现其票据，或者采用其他手段，如对某些特定的公司实行债务担保。也许最好的办法是留下这个问题，连同是否应该拯救及能否及时拯救的疑问也留下，不必弄清。因此，英国就没有关于最后贷款人的明确条款，也没有固定的规则要求谁该完成这个角色。1825 年危机时，这个角色就是由英格兰银行勉强承担的。[21] 1890 年危机时，既不是英格兰银行也不是财政部承担了这个角色，而是利用了担保工具。但英格兰银行逐渐担当起了这个责任。艾尔弗雷德·马歇尔写道："（英格兰银行）的董事会已被海内外视为英国商业安全的委员会了。"[22]

法国于 1803 年创立了法兰西银行，它于 19 世纪 30 年代已担起解决危机的重任。但它认为它还有其他责任，如保证银行券流通的垄断地位等。这个责任使它在 1848 年放弃拯救地区银行，而将它们改变成它的附属机构。因此各省对巴黎十分畏惧，要求它们自己的银行也具有发行银行券的特权。因为他们担心一旦出现危机，巴黎只会关心自己的需要，而不顾国家的状况，如拉·哈韦里购买了一家银行后，错误地冻结了工业贷款，如船坞信贷，并在棉花价格下跌后，冻结了对进口商的贷款。1848 年哈韦里到了巴黎，"但收获有限，法兰西银行毫无同情心。"[23]它拒绝提供抵押贷款，并宣称："法律禁止这么做，因为你拒绝成为一个附属机构"。[24]

在撤销部委所属银行的过程中，法兰西银行对这个问题还犹豫不定。美洲的查瓦莱尔认为，法兰西银行在 1810 年、1818 年和 1826 年尚能自由兑现——最初两年是由雅克·拉菲特担任行长的，并尽力维护了商业的发展，但在 1831 年到 1832 年的危机中，却缺少同样的勇气。[25] 1830 年大革命后，这种任务交由地方政府完成。各地方银行虽诚实经营却不审慎，威胁着各省的金融稳定。当地的清算官基于"公众利益高于财政部利益"的考虑，在咨询巴黎后，就对有疑点的票据进行贴现，避免了银行倒闭及因此可能导致的动荡。[26]

在实现了发钞垄断，将部委银行转为法兰西银行分行后，法兰

西银行开始履行最后贷款人之职。法律规定它只能对签有三方字号的票据贴现，因此其主要任务变成要确定可接受的字号名字。全法国建立了 60 家贴现所（comptoirs d 'escompte），各行业的贸易机构则组织了大量的子贴现（sous - comptoirs），储存大量商品，并以此为抵押发行票据。这样，在商人、子贴现所和贴现所签字的情况下，法兰西银行可以对他们的票据贴现，解决流动性危机。比切夫歇姆 & 古德史密（Bischoffsheim & Goldschmidt）会所的路易斯·拉菲尔·比切夫歇姆（Louis Raphael Bischoffsheim）曾嘲讽法兰西银行对三方签字的要求："数量不是问题的关键，随便签字就可以签到 10 个而不是 3 个。1 个好的胜过 20 个差的。"[27]危机过后，大量的贴现所被银行家、商人和工业家收购，成为一般的银行，其中最著名的当数巴黎的贴现所，后来成为法国的主要银行之一。[28]

1868 年佩雷里的信用流动公司（Crédit Mobilier）未能得到拯救。在这次危机中，法兰西银行拒绝贴现它的票据。这可以说是对外来人的报复，曾在佩雷里手下工作过的罗思希尔德对佩雷里的报复。[29]这也是对 1860 年意大利将该地区割让于法国后，佩雷里兄弟收购了萨维伊（Savoy）银行，却不将萨维伊银行的票据发行转让于法兰西银行的惩罚。也可以视为是法兰西银行拒绝作为最后贷款人拯救破产机构的正常实例。[30]卡梅伦指责法兰西银行为了罗思希尔德与佩雷里之间早在 1830 年的矛盾，而对佩雷里兄弟公司发动了游击战。[31]

法兰西银行和巴黎银行家于 1882 年再次放弃拯救通用联盟，但在 1889 年挽救了巴黎的贴现所。法兰西银行的批评者认为两者结局不同，是因为有贿赂行为存在。一种较为理性的观点认为，七年中有两家大银行倒闭可能会彻底摧毁法国的银行体系。基于此种考虑，财政部长鲁维埃（Rouvier）采取了必要措施，对法兰西银行和巴黎的银行施加压力，要求他们向贴现所发放了 1.4 亿法郎的贷款。[32]而在通用联盟事件中，巴黎银行在 1881 年 8 月，投机发展到顶峰时撤出，随后在 1 月的危机中，巴黎银行提供了 1,810 万法郎的贷款，但不是用于拯救银行，而是用于使其有序清盘。[33]由罗思希尔德和霍廷格牵头，包括贴现所和通用社会（但不包括邦托克

斯的里昂对手，里昂信贷银行）组成的银团代表了当时的银行主力，实在无须区分法兰西银行与主要的私人银行和存款银行。

在1763年的普鲁士，国王是最后贷款人。1848年，普鲁士几大政府机构，包括普鲁士银行和普鲁士彩票局曾尝试帮助科隆的夏夫豪森银行，但终告失败，它被改组成一个股份银行。在没有中央银行的情况下，1763年、1799年和1857年，（汉堡）市政府、商会和所有的银行，所有的主要机构都加入了拯救有问题银行的行列。

谁是最后贷款人？它或他又是何以知道自己是最后贷款人的？美国的经历有助于回答这些问题。在美国的第一国民银行和第二国民银行制度下，这些问题比较模糊。每一次危机中，银行的使命都是临时决定的。许多情况下，财政部或者通过接受海关的收据（1792年），或者将政府基金作为特别存款存于问题银行（1801年、1818年和1819年），或者放宽商业银行向国民银行支付硬币的要求等手段来帮助银行。[34]由于1833年未能更新第二国民银行的执照，无论是1845年的法律通过前还是通过之后，财政部都更忙了。这个法律不允许财政部把钱存在银行。但在危机时期，或在农作物收成变化引起的银根紧张时期，财政部往往不顾法律的规定，提前偿还利息及本金，或将钱存放于银行，并接受一般的证券作为政府存款的抵押品，或者买入或卖出黄金和白银。银行也习惯于在危急时刻向财长伸手要求帮助，解决季节性的资金紧张问题。1827年秋，财长乔治·S. 鲍特韦尔充当最后贷款人，采取可能是非法的办法，重新发行已退出流通的美元。他的继任威廉·A. 理察森一年后再次使用了这个办法。[35]

财政部可以吸收存款资金，并从现有的资金中支付盈余部分，但在美元时期，它不能创造货币。因此它还不是合格的最后贷款人，除非在以前已累积了大量的预算盈余。1907年，财政部的钱箱里资金紧张，发行了新的债券，5,000万美元的巴拿马运河债券（可以作为国民银行钞票的抵押品），及1亿美元利率为3%的财政债券，希望能吸收囤积的现金和硬币。最后，1亿多美元的资金从英国流入美国，才解决了问题。[36]这种手段太极端。对1857年危机

的一项分析说明，联邦政府是无法进行有效干预的，应任公众包括银行在危机的浪潮中自行沉浮。[37]更糟糕的是，我们往往会看到干预得过多，干预得过早。

财政部干预的复杂历史引出了一个问题，即市场是否应该自我控制。如果是，如何控制。国民银行体系 1910 年的奥尔德里奇（Aldrich）委员会危机史学家 O.M.W. 斯普拉格坚持认为，银行应该自我监督是否有足够的储备满足各种要求。[38]但哪些银行应该持有储备并不总是清楚的。也不清楚在法律没有规定的情况下，为什么要由他们来承担责任。是因为他们位高权重？或者是其他义务？为此，这里引用斯普拉格的几段话来说明，为什么纽约的银行不同于全国其他的银行，它有义务稳定整个银行体系：

在 1873 年危机之前，50 家纽约银行中大约有 15 家持有该城所有银行的银行存款，其中 7 家拥有存款的 70%～80%。这 7 家就直接承担着维护这个国家信用制度正常运转的责任。（第 15 页）

必须记住，在缺少一个像其他国家一样的重要中央机构的情况下，相关的银行是这个国家在金融危急情况下的最后依靠。国家的繁荣极大地依赖于它们的稳定与健康。（纽约清算所 1873 年 11 月 11 日报告，第 95 页）

我们银行体系的基本特点在 1890 年已经表明，出现任何非正常的现金需求，国民银行的储备是未动用的资产。现实再一次使城市机构彻底明白，吸收其他银行的储备要承担重要的责任。（第 147 页）

纽约的银行通常并不持有与其资产地位相当的大额储备。（第 153 页）……外部的银行、信托公司及外国的贷款人可能会同时收缩贷款，从而出现一种情况……即使重要的清算银行没有小心翼翼维持其大量储备也难以出现这种情况。（第 230 页）

从其他地方我们还能看到，持有国家最后储备的银行承担的责任与其地位并不一致。尽管 1907 年危机爆发的准确时刻不可预测，但贸易的反常变动已有数月，因此虽然一般公众和一般银行尚无此意识，但这些主要银行早就该采取一些预防性措施了。（第 236～237 页）

外来的银行不会觉得应对本地的市场发展承担责任。在母国需要资金或他们对当地市场的发展有所怀疑时，他们很自然会撤走资金。因此当地银行在任何时候都应当承担，至少部分地承担起外来银行清理出的贷款，并为外来银行提供有权取走的资金。（第 239 页）

富有影响力的信用机构需要被迫从事一些对自身及公众都有利的事情，绝对是我们这种中央货币市场的缺陷。（第 255 页）

……纽约的银行家都有一个共同的观点，认为要求他们将外来银行在纽约货币市场放款的收益及紧急清盘的收益汇出，是不合理的……但纽约的银行家们应该记住，从特权地位获取的利益是有代价的。伦敦城形成了统治地位，因为人们知道那里的放款都是立等可取的。相应地，只要纽约不能满足合法的现金要求，不管这要求是如何不合理，纽约就难以承担起作为国内货币中心所应有的责任，更不用说未来承担国际责任了。（第 273 ~ 274 页）

我们还可以继续引述，但观点已经十分清楚。市场需要一个“稳定器”。即使在季节性的调节上银行也需要求助于财政部，这是它们的不幸。有人应当担起这个责任。斯普拉格认为这个人不应当是财政部。那应当是谁呢？也许是最大、最盈利的银行。但如果因此影响了它们的盈利性，那就太糟了。它们应当意识到季节性的货币需求变化，意识到城市外银行的提款情况及国际收支的状况。但不需要所有的银行都承担这一义务，只需要那些对城外存款收取利息的，或最大的，或与股票交易所关系密切的，或是纽约清算所主要成员的银行做到这一点。没有中央银行，就应有其他某人、某个集团来承担责任。

但纽约的大银行家们得出不同的教训，总的说是一个误导的教训。他们认为由于货币的供给缺少弹性，所以出现了困难，并落入了银行学派的陷阱。这是一种实际教义说，其观点是，根据商品流入国内或流出国外而进行的货币供给的扩张或收缩不会是通货膨胀性的，货币供给必须有弹性，这可以通过在银行的贴现和中央银行的再贴现完成。无疑“金融界的规则就像是物理定律一样是确定的，人所共知的。”[39]弗兰克·范登里普、莫伦·T. 亨里克、威廉·巴

雷特·里奇利（William Barret Ridgely）、乔治·E.罗伯斯（George E.Roberts）、依萨克·塞里曼（Isaac N.Seligman）和雅各布·H.希夫从1907年危机中得到的教训是，应该有一个中央银行提供有弹性的货币。[40]

但是责任究竟应落在谁的肩上，还不确定。不过，这种不确定性如果不使市场迷失方向的话是有好处的，因为它向市场传递了一个不确定的信息，使市场在这个问题上不得不更多地依靠自救。例如英国，就有一个不太清晰的认识，即不应该设立正式的条款确定最后贷款人，不过一旦出现危机，还应该有最后贷款人。英国政府的政治家和英格兰银行的银行家直觉地认为，最好的办法是不要把权力全部赋予英格兰银行，也不要全部赋予政府，而是模棱两可。因为，这种解决困难的权力无论是正式授予英格兰银行还是政府，他们都会受到难以抗拒的公众压力。[41]

如果负责的团体太大，结果会无人负责。如果仅由单一机构负责，它可能无法抗拒要求采取措施的压力。最佳的选择应该是一些志趣相投，相互协调，能够也愿意承担责任的人，形成一个垄断地位，通过施加强大的压力来制止欺骗和“搭便车”之徒。举一个较近的例子。1975年和1976年，在纽约的市政官员、工会、银行家、州和联邦政府之间出现了不一致，到底谁应当是纽约的最后贷款人意见不一。此例足以说明高层之间对这一问题的认识不同，也足以让约克、水牛城、波士顿和费城人不要放松自我纠正的警惕性。当然最后拯救纽约的行动还是采取了。

从波尼利对意大利1907年危机的描述中，也看到了混乱情况。意大利社会银行倒闭，拖累了一批小的金融、商业和工业企业。大银行组织起来成立了一个基金。意大利银行很早就卷入危机之中，而且还卷得很深，几乎无法自拔。财政部在意大利银行行长斯廷格尔的催促下，终于加入了拯救计划，提早偿还国债利息，减缓危机。波尼利认为这是意大利银行和政府不得不都参与的情形，是经济运行十多年都无人负责的必然结果。[42]危机的部分原因还在于图林、杰诺、米兰和罗马之间缺乏足够的凝聚力，危机处理时出现太多的不确定因素、互相推诿等问题。

适度的不确定性，但不能太多，有利于市场建立自我独立性。不确定性也是不可避免的。英国下议院委员会在 1847 年说："应注意到，要预见环境的准确情况是不可能的。"因此，"把政府的责任交于当时应当负责的人，由他们采取一些最适合紧急情况的措施会更好。"[43]但这又回到了一个基本的问题，即罗伯特·皮尔（Robert Peel）爵士在 1844 年 6 月 4 日的银行提案上的陈述：

我坚信我们的法律已采取了所有可以采取的谨慎预防措施，防止金融危机的再度爆发，但危机却不因我们的预防措施而销声匿迹。如果需要有人勇敢地承担责任，我确信一定能找到。[44]

不过历史上有一个人在承担责任后遇上了麻烦。他就是乔治·哈理森（George Harrison），当时是纽约联邦储备银行的主席。在 1929 年股市崩溃时，他大开贴现之窗，超越华盛顿联邦储备委员会的授权，10 月从公开市场上购进了 1,600 万美元的政府债券，11 月又买了 2,100 万美元。华盛顿的联邦储备委员会，因较早时本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）（1928 年去世）在联邦储备体系的高压统治而对纽约联储银行大为不满，因此当哈理森试图仿效本杰明的强力领导填补双方真空时，它就毫不犹豫地进行了限制。在一个紧密联系的社会里，让是否有一个最后贷款人、应该是谁等问题模糊不清可能是最好的。但 1929 年的大崩溃中，由于华盛顿和纽约的经验及对经济前景的看法存在差异，这种模糊不清的认识却导致了有效行动的瘫痪。

1987 年 10 月 19 日危机后，联邦储备委员会在新主席格林斯潘的领导下，立即进行扩张性的公开市场操作，四处注入高能货币。此次听不到丝毫的批评或猜疑，这说明我们对经济的认识提高了。

给谁，给什么？

巴杰特提出的规则是，只要抵押品充足，只要公众向他们提出了贷款要求，所有的申请人都应当得到贷款。[45]但在他的《隆巴德大街》出版两年后，1875 年的咨询证词中，巴杰特反对将最后贷

款权授予政府的监督官团体，因为他说他们会把贷款放给“不适当的人员”。他们会屈服于政治压力，而英格兰银行已退出了政治界，不会屈服于政治压力。[46]

承认所有合格的申请者是正确的，但认为中央银行能免于政治影响是幼稚的。抵押品的问题在于它充足与否取决于恐慌是否已经停止。只要恐慌继续扩大，价格进一步下落，证券、票据、商品等抵押品很快都会变得不足。在这种情况下，需要分析借款人的品性。据说，这是J.P.摩根在放款时特别考虑的因素。银行家的悖论是只把钱借给不想借钱的人。

通常，中央银行都有规则，不能轻易打破。[47]例如1913年的联邦储备法规定，只能用黄金和可转让的汇票，而不许用政府债券作储备来发行联储票据和扩大活期存款，这就带来一些问题。但如果规则很容易打破，也会有问题。财政大臣保函的微妙之处就在于，它在打破了规则的同时又保存了规则，不因此为后来者开辟先例，至少在一定的时期是如此。法国法兰西银行和帝国银行偶尔对签有三方姓名的票据贴现，可以票据不可靠或借款和品质问题为理由拒绝贴现。最后贷款人获得的这种终身自由处置权，可能难以永远保持客观。我们已提到，不少文献都记载了一些中央银行董事的贿赂诉讼案。1882年，法兰西银行的新教和犹太教董事公布了通用联盟的基督教支持者，而1888年却没有公布票据贴现所的内部人。[48]1772年危机时，英格兰银行发布新的管理规定，对可疑票据拒绝贴现，这被视为试图摧毁阿姆斯特丹大量参与投机交易的犹太人贴现所的一种举动。随后，英格兰银行决定拒收苏格兰银行的票据，最后还决定停止所有的有关贴现，这些可能是“故意打击一群荷兰投机商的措施之一”。[49]外来人尤其成为受害者。1930年12月，美国银行在一片指责其过于激进的声音中倒闭，但真正让其倒闭的不是联邦储备体系而是银行辛迪加。[50]这一观点并不为彼得·泰明（Peter Temin）所接受，他基本上不同意弗里德曼（Friedman）和施瓦兹（Schwartz）对20世纪30年代危机的说明。[51]

为每一个人贴现良好票据的规则在英国缓慢地演变着。“不变的做法”曾是伦敦对仅有二个月到期的票据的总称，但从1793年

开始，这个称呼出现了新变化。曼彻斯特的贴现要求被拒绝了（同时被拒绝的还有奇切斯特（Chichester），因此导致了一家贴现所的倒闭），而利物浦银行却得到四万英镑的贷款。直至 1816 年 7 月，英格兰银行才打破僵硬的成规，同意在公司没有足够的伦敦票据下，接受“那些毫无疑问信誉良好的国家证券。”[52]

事实是英格兰银行不仅对两个月期限的票据贴现，也对其他资产进行贴现。1816 年它打破了自己不提供按揭贷款的规定，进行了“与正常业务毫无关联的交易”，以缓解斯塔福郡与互立克郡工业区的穷人困难。这一次英格兰银行还坚持沿用旧的方式，只对体面人的票据贴现。但几年后，按揭业务成了它的经常性业务，其理由是贴现的数量，特别是贴现的收入已破坏了私人目的，而不是公共目的。[53]有一段时间，英格兰银行甚至向西印度大农场的按揭证券发放贷款。结果，这些贷款最终需要实行保全措施。[54]在 19 世纪 50 年代，它还对英格兰一块未开垦的土地发放贷款，而当时苏格兰和爱尔兰还不对土地放贷。这块土地未抵押，但属于一个公爵，这说明抵押品与借款人的品性并非毫无联系。[55]随着铁路业的发展，英格兰银行也发放了铁路抵押贷款。1842 年第二次铁路高潮出现，英格兰银行对出现困难的公司发放了应急贷款，对信誉良好的公司发放开发贷款。[56]而法兰西银行开始对铁路辛迪加发放贷款的时间是 1852 年。因此，英格兰银行受到指责，说如果不是它引起的，也是它推动了铁路的投机热。[57]沃尔特·巴杰特认为，英格兰银行错在没有向铁路债放款而对永久债和印度债放款，因为铁路比印度国王对意外事件冲击的抵抗力更弱。[58]当然，印度债是由殖民局担保的，实际上是英国的债务。

财政票据是以货物作抵押品的，就像汉堡的海军票据。克莱泛姆认为英格兰银行 1825 年的许多贷款，实际上不是货物保证而是个人保证。[59]英格兰银行可以自由放贷。[60]1847 年的几个星期中，英格兰银行通过各种形式，正常的及特别的，发放了 225 万英镑的贷款，包括以铜矿公司的股票为抵押，因此，它很自然就拥有了铜矿。[61]

所谓的规则实际上就是没有规则。贷款是不会发放给破产的贴

现所的。但也有例外，那就是为了避免伦敦市场倒闭而出现的破坏效应（1793 年），[62]或为了暂时支付新堡镇（这是一个习惯于银行危机的小镇）的工资。[63]除了雅克·拉菲特外，在美国银行家塞缪尔·韦尔斯 1837 年申请前，法兰西银行向任何人贴现的金额从未超过 400 万法郎，他是一个例外。[64]（当然雅克·拉菲特的交易也是一个例外，这是一个政治贴现。）法国众议院无法放弃一个这么重要的银行，所以塞缪尔得到了 1,500 万法郎的信贷额度。[65]在 1830 年的危机中，法兰西银行贴现了皇家和市政债券、海关收据、伐木收据、巴黎市债、彩票局应付的运河债及其他债务。[66]

最后，我们谈最后贷款人必须做出的决定。有些决定是比较容易的，像是否对财政票据贴现，有些是比较困难的，像是否接受不可靠银行的不可靠抵押品。历史记录了无数个因得不到帮助而倒闭，1 英镑债只能偿付 20 先令的公司。有许多银行在第一次危机时得到了帮助，但又在下一次危机中倒闭了。埃文斯在描述 1857 年商业危机一书的第 241 页附录中，记下了英国 1849 年到 1858 年间破产的法庭记录。总的来说，这是一本令人心酸的读物，但其间也不乏警世的故事。例如 1848 年，G.T. 布来恩因英格兰银行拒绝调解而倒闭，1 英镑债只偿付了 20 先令，不过，最后清算的结果比预计的多了一倍。在书中还可以看到英格兰银行因一家破产公司 1 英镑只能偿付 12.6 先令，余额无法收回，而要求向该破产公司开出票据的另一家公司——克鲁克斯汉克·梅尔维尔（Cruikshank，Melville）公司破产。[67]

历史的裁决并非都是有益的。我们较早前曾提到 1836 年秋，英格兰银行先是拒绝帮助三家 W 银行（威金斯、威尔逊和威尔茨），但在 1837 年 3 月又大发慈悲，向它们提供贷款。安德烈亚斯认为英格兰银行的举动很大胆，不必为此后悔。[68]但克莱泛姆却认为相反，英格兰银行在放款时优柔寡断，因此威金斯和威尔逊 5 月份倒闭，威尔茨也随后破产就毫不奇怪了，结果出现了一个长达 14 年的债务故事。[69]不过马休斯认为，英格兰银行为避免它们停业，在不抱希望情况下对三家银行提供帮助，是因为判断错误，但它们操作的原则是正确的。[70]

何时，多少？

“太少、太迟”这是常听到的可悲词句。它不仅出现在中央银行的字典里，在所有的活动中都会听到。然而，“太多，太早”也未见得好多少。适时，适量是最好的。但多少是适量的，何时是适时的？巴杰特的规则是只要按时罚息就可以自由放款。当然，自由仅指对健全的借款人，有好的抵押品而言。必要时也可以有例外。它还意味着，中央银行在危机时期不应仅采用权宜之计。1772 年初，英格兰银行曾试图采用选择性地限制贴现，刹住过度交易，结果受到了批评。[71]1797 年英格兰银行开始按比例贴现。福克斯韦尔认为英格兰银行 1809 年又做了一次。[72]当中央银行认为承兑过多时，另一个解决技巧是收紧抵押品的合格要求，把合格票据的期限从 95 天或 90 天缩短到 65 天或 60 天，或增加要求的签名数量。1783 年 5 月，英格兰银行对自己的客户贴现过多，偏离了正常的做法，当年就拒绝对政府债券的认购放款。克莱泛姆评论道，很幸运当年夏天没有出现引起恐慌的公共或私人灾难，因为英格兰银行满足货币需求的能力已受到限制。[73]这应当是担心自己安全的私人银行的行为，不应当是考虑系统安全的公共银行的行为。

假设最后贷款人不是通过再贴现机制，而是采用公开市场操作，它应该增加多少货币供给？1929 年 10 月的 1.6 亿美元，加上 1929 年 11 月的 2.1 亿美元是否足够？按纽约联邦储备银行的观点是不够。但按联邦储备委员会的规定，纽约银行每星期只能买入 2,500 万美元的政府债券，而纽约储备银行违反规定 10 月就买入了 1.6 亿美元。11 月的前两个星期遵照规定，但在 11 月 12 日却向委员会建议取消一星期 2,500 万美元的限制，并建议授权公开市场投资委员会购进 2 亿美元。几经协调后，委员会在 11 月 27 日才勉强同意。11 月 27 日至 1930 年 1 月 1 日间，联储共买入 1.55 亿美元。至此，市场贴现迅速减少，利率急剧下降，对最后贷款人的需求也告结束。[74]

我不清楚弗里德曼和施瓦兹是否同意最后贷款人的作用。他们俩引用了巴杰特不要让恐慌饥渴的话，好像是同意。[75]他们说纽约

储备银行1929年10月买进1.6亿美元的举动是及时、有效的，尽管仍较温和地批评了哈里森的观点，即公开市场上的购买使股票交易所能继续开张。[76]但弗里德曼却反对所有贴现行为，他认为股票市场的崩溃不是造成萧条的原因。[77]有一种超货币主义的观点认为，公开市场操作是造成20世纪20年代恢复信用膨胀的主因。[78]不过，大多数货币主义者认为只要货币供给维持常数，就无须最后贷款人。而我相信，1929年10月中到11月底的公开市场操作是不足的。它使纽约的银行体系能接过外埠的银行抛出的贷款，但却要减少对商品与购买的信贷，从而不仅拉下了股票价格，也拉下了商品、房地产和土地的价格，引起了大萧条。[79]应该承认，如果存在一个国际最后贷款人，阻止1931年欧洲（和美国）信用的收缩，问题就不会那么严重了。

格林斯潘领导下的联邦储备委员会在1987年“黑色星期一”的危机中对时机的掌握是无可挑剔的，同样在1998年9月，其为帮助美国资本市场避免长期资本管理崩溃所作的努力也是恰当的。这两个例子有力说明了中央银行家们可以学会掌控处理危机的手段。

时机的掌握是一个特殊的问题。当经济发展到顶峰时，必须减慢速度，同时又要不引发危机。当危机出现时，应适当等待破产的公司关闭，但又不能等得过长，让危机扩散，影响到需要流动性的健康企业——诚如克莱泛姆说的：“延缓游泳健将的死亡。”[80]1857年12月4日一个关于保函辩论会的演讲中，狄斯勒里引用隆巴德大街一家最大贴现所老板的话说：“如果他不得已私下得到一些消息，政府在极端压力下，将会实行干预，他当时就会放弃坚持的念头。正是政府的这个默许支持他继续经营下去。”[81]当然，内部人得到私下消息对外部人而言是否公平又是一个新的问题。这一段评论说明了时机的重要性。但太早、太多是否比太少、太迟更糟糕是难以确定的。

1857年美国财政部拯救市场就太早了，结果让经济进一步膨胀。而在1873年反应又太迟了，在上半年竟然未采取任何措施。[82]斯普拉格所说的“清算所不幸延迟”是指当局在1907年的危机后

于预得太慢，让事情拖得太久。这种情况在美国内战之后再未发生。[83]

如果承认最后贷款人在投机性的繁荣之后是有必要存在的，并相信限制性的措施不可能将增长控制在最佳速度内，而又不引起崩溃，那么最后贷款人就在数量与时机上面临两难处境。这种困难在公开市场操作上比贴现窗上更严重。在贴现窗上，巴杰特提出处理最佳量的办法是：通过健康的贴现所及良好的抵押品市场，按惩罚利息发放市场可以接受的数量。而在公开市场上，当局就要自己做决定了。不过，巴杰特认为不要让市场饥饿的观点无疑是正确的。在系统处于抢夺信用的状况下，多总比少安全。过多的量过后总能消化掉。

但时机的选择却是一门艺术。这等于什么也没说，但也什么都说了。

注释：

1. 弗朗索瓦·尼古拉斯·莫里恩，《1780～1815 年财政部纪念文集》，第 2 卷，第 298 页。

2. 法国财政部，《货币流通与代理基本原则》，第 2 卷，第 31～32页。

3. 穆瑞·罗思巴德，《美国大萧条》，第 3 版（堪萨斯城：希德沃德，1975 年）。

4. 赫伯特·斯潘塞，“随意摆弄货币与银行的国家”，载于《论文集：科学，政治与投机》（伦敦：威廉姆斯和诺杰特，1981 年），第 3 册，第 354 页。

5. T.S. 阿希顿，《英格兰的经济波动，1700～1800 年》（牛津：牛津大学出版社，1959 年），第 112 页。

6. 前引文献，第 111 页。

7. E. 维克多·摩根，《中央银行的理论与实践，1797～1913 年》（剑桥：剑桥大学出版社，1943 年），第 240 页。

8. 毛里斯·列维—列伯耶，《19 世纪欧洲银行的国际化与工业

化》（巴黎：法兰西大学出版社，1964 年），第 490 页。

9. 见哈耶克为亨利·桑顿所做的《对大英帝国纸信用的本质与效果的调查》（伦敦：艾伦和尤温，1939 年），第 38 页。

10. 桑顿，《纸信用》，第 187～188 页。

11. 诺曼·圣约翰—斯特瓦斯主编，《沃尔特·巴杰特论文集》（伦敦：经济学家，1978 年），第 11 册，第 149 页。

12. 前引文献，第 9 册，第 267 页。

13. 托马斯·乔普林，《议会对危机环境的质询情况，一封给托马斯·吉斯本的信》（伦敦：詹姆斯·里奇维和森斯，1932 年后），第 29 页。

14. 雅各布·维纳，《国际贸易理论研究》（纽约：哈伯斯和布罗斯，1937 年），第 233 页。

15. D.P. 奥布莱恩，"欧文斯通的思想"，载于奥布莱恩主编的《欧文斯通书信集》（剑桥：剑桥大学出版社，1971 年），第 1 册，第 95 页。

16. 米尔顿·弗里德曼和安娜·J. 施瓦兹，《美国现代史，1867～1960年》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1963 年），第 418～419 页。马歇尔在论述英格兰银行采取的贴现率的迅速行动常常阻止信贷的不合理扩张时，也用了雪崩的比喻。他说，"否则不合理的信贷就会像雪崩出现在陡峭的山坡一样增长。"见马歇尔的《货币，信用与商业》（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1965 年），第 258～259 页。

17. 沃尔特·巴杰特，《隆巴德大街：货币市场的描述》（伦敦：约翰·穆瑞，1917 年），第 160 页。

18. 艾尔默·伍德，《中央银行控制的英国理论：1819～1858 年》（剑桥：剑桥大学出版社，1945 年），第 147 页。

19. J.H. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1946 年），第 2 册，第 289 页。

20. W. 巴杰特，《隆巴德大街》，第 161～162 页。

21. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 册，第 108 页。

22. 马歇尔，《货币，信用与商业》，第 307 页。

23. 伯特兰德·吉利，《19 世纪的法国银行》，第 32 页。

24. 伯特兰德·吉利，《1815 ~ 1848 年法兰西银行的信誉》，第 367 页。

25. 米切尔·查瓦莱尔，《致美洲爵士的信》，第 37 页注释 1。

26. 法国财政部，《调查》，第 3 卷，第 411 ~ 412 页。

27. 前引文献，第 2 册，第 129 ~ 130 页。

28. 让·波伏瓦，《法兰西银行的一个世纪》（巴黎：文献出版社，1937 年），第 83 ~ 84 页。

29. 见龙德·莫伦的《法兰西与欧洲的经济发展：1800 ~ 1914 年》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1961 年），第 191 页。

30. 毛里斯·列维—列伯耶，《1848 年以来法兰西经济与社会史》（巴黎：政治研究所，1951 ~ 1952 年），第 121 页。

31. 龙德·莫伦，《法兰西与欧洲的经济发展：1800 ~ 1914 年》，第 117 页。

32. 阿尔弗雷德·波恩，《货币及其机构》（巴黎：法兰西大学出版社，1942 年），第 215 页。

33. 让·波伏瓦，《通用联盟的崩溃》（巴黎：法兰西大学出版社，1960 年），第 150 页，第 152 ~ 153 页。

34. 伊斯特·塔斯，《美国财政部的中央银行功能，1789 ~ 1941 年》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1934 年），第 22 页、第 23 页、第 29 页。

35. 前引文献，第 39 ~ 131 页。

36. C.A.E. 古德哈特，《纽约货币市场与贸易融资，1900 ~ 1913 年》（剑桥：哈佛大学出版社，1969 年），第 120 页。

37. 乔治·范弗莱克，《1857 年危机：分析性研究》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1943 年），第 106 页。

38. O.M.V. 斯普拉格，《国民银行制度下的危机史》（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1968 年）。

39. 莫伦·亨里克，“1907 年危机及其教训”，《美国政治与社会科学年鉴》，第 31 册。

40. 里奇利在年鉴中的文章更针对性地称做“以弹性信用货币

防止危机”，但其他人的文章，除了塞里奇曼之外称不上推崇中央银行货币弹性。

41. 伍德，《英国中央银行控制》，第169~170页。

42. 弗兰科·波尼利，《1907年的意大利危机》（图林方达索奥，1917年），第165页。

43. 列昂·列维，《英国商业史，1763~1870年》，第2版（伦敦：约翰·穆瑞，1872年），第311~312页。

44. 大英帝国，《议会文件，货币政策与商业困难》，（山农：爱尔兰大学出版社，1969年），第3册，第24页。

45. 《沃尔特·巴杰特论文集》，第9册，第147页。

46. 前引文献，第11卷，第149~150页。

47. 见拙文“规则与人类：一个世纪货币政策的教训”，载于拙著《经济与国家金融的历史分析》（安·阿泊：密歇根大学出版社，1995年）。

48. 波伏瓦，《崩溃》，第5章。

49. 查理斯·威尔逊，《18世纪的英荷商业与金融》（剑桥：剑桥大学出版社，1941年），第176~177页。

50. 弗里德曼和施瓦兹，《货币史》，第309页，特别是第309~310页。

51. 彼得·泰敏，《货币力量引发大萧条?》（纽约：W.W.诺顿，1976年）。

52. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第1册第261页和第2册第58页。

53. 前引文献，第2册，第59~60页。

54. 前引文献，第1册，第249页。

55. 前引文献，第2册，第82~84页。

56. 前引文献，第145页。

57. 道夫因—缪尼尔，《法兰西银行》（巴黎：加利马德，1936年），第100页。

58. 巴杰特，《隆巴德大街》，第195页。

59. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第2册，第59页。

60. W.C.T. 金，《伦敦贴现市场的历史》(伦敦：乔治·卢特里奇 & 森斯，1936 年)，第 36 页。

61. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 册，第 206～207 页。

62. 前引文献，第 1 册，第 26 页。

63. 莫里尔·埃文斯，《1857～1858 年的商业危机史及 1859 年的股票交易所恐慌》(纽约：奥古斯塔斯·凯利，1969 年)，第 80 页。

64. 列维—列伯耶，《欧洲银行》，第 559 页。

65. 前引文献，第 647 页。

66. 前引文献，第 492 页。

67. 埃文斯，《商业危机》，第 1～2 页、第 6～18 页。

68. A. 安德列亚斯，《英格兰银行史》(伦敦：P.S. 金，1909 年)，第 266 页。

69. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 册，第 157 页。

70. R.C.O.M. 马休斯，《商业周期史研究：大英帝国的经济波动，1831～1842 年》(剑桥：剑桥大学出版社，1954 年)，第 173 页。

71. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 册，第 245 页。

72. H.S. 福克斯韦尔，载于 A. 安德烈亚斯的《英格兰银行史》的前言。

73. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 1 册，第 256 页。

74. 见弗里德曼和施瓦兹的《货币史》，第 339 页、第 363～367 页。

75. 前引文献，第 395 页。

76. 前引文献，第 339 页。

77. 见米尔顿·弗里德曼的“再贴现”，载于《货币稳定计划》(纽约：福德汉姆大学出版社，1960 年)，第 35～36 页。

78. 保罗·约翰逊，《现代：20 年代到 80 年代的世界》(纽约：哈伯尔和罗，1983 年)，第 244 页。

79. 弗里德曼和施瓦兹，《货币史》，第 334～335 页。

80. 克莱泛姆，《英格兰银行》，第 2 册，第 102 页。

81. 埃文斯，《商业危机》，第 207 页。

82. 塔斯，《中央银行》，第 55 页、第 70 页。

83. 斯普拉格，《危机史》，第 256 页。

第十一章 国际最后贷款人

从金融危机的国际传递性，从最后贷款人在一定情形下的有效性，从即将展示的历史记录看，必然可以推论出需要一个国际最后贷款人。没有世界性的政府，没有世界性的中央银行，只有较弱的国际法，最后贷款人从何而来是问题的关键。历史表明，世界的主要金融中心常常得到其他国家的帮助。历史还进一步表明，没有这种贷款人，就像 1873 年、1890 年和 1931 年的情形，危机之后的萧条将持续更长、更久；而有了这种贷款人，危机就会像急风骤雨一样，瞬间消失。当然，应该注意这仅是一种假设。

过去几年的经历更突显了这一点。1982 年的第三世界债务危机，许多证券与房地产市场的过度投机，一个又一个的货币崩溃，特别是 1992 年英镑和里拉的危机，1994 年 10 月和 1998 年 8 月俄罗斯的卢布危机，1997 ~ 1998 年的东亚金融危机，及 1999 年的巴西金融危机，都说明需要采取某种措施。美国帮助缓解了 1982 年的墨西哥危机，在美国的推动下，国际货币基金组织也逐步开始为一个又一个国家筹集解困基金，并拉上了世界银行、亚洲和拉丁美洲的开发银行，以及各种政府组织。卢布危机中，国际货币基金组织仅提供了有限的援助，然后就提出俄罗斯无法接受的苛刻条件。1992 年英国和意大利被迫退出欧洲货币联盟，不知是他们主动跳出呢，还是被推出的？他们还因此损失了大量的外汇储备。1995 年春，美元对日元和马克的汇率急剧下跌，当时不知道该由谁出手支持，支持到什么程度。终于在 1995 年秋，英、加、法、德、意、日、美七国财长与国际货币基金组织合作，筹集了 500 亿美元，帮助危机中的货币。但这是否足以应付日交易量达 1 万亿美元的外汇市场，应付像索罗斯的量子基金一样的对冲基金，只能让历史去回答了（据报道，索罗斯的量子基金在冲击英镑和里拉中获利 10 亿

美元，但却在日元上升时亏损了6亿美元)。随着美国经济和金融的领导地位下降，各国在决策与干预行为上加强合作，国际货币基金组织是否还有足够的专业资源，驯服躁动的国际金融市场？对此我不敢肯定。但在我们探讨这些问题前，先看一看历史，也许是有益的。

国际危机的历史观

令人奇怪的是，经济史极少涉及国际危机问题和最后贷款人问题。中央银行史区别了货币的内部流失与外部流失。外部流失通过提高贴现率就可以抑制，还可将货币从海外吸引进国内，以弥补国内的流失。当然这一措施的生效往往需要时间，这是危险的。当外国人认为提高贴现率是经济虚弱而不是强盛的表现时，不仅不会买进，反而还会卖掉当地货币，此时就需要市场之外的力量帮助。同样，当措施生效的时间滞后很多，而时间本身又有限时，也需要额外的帮助。办法有很多。中央银行可以借款，或者当地企业卖掉持有海外可接受的资产，无论是在国内还是国外，并将收益通过外汇汇回。如果价格下跌幅度很大，外国人也会涌入，抢购便宜货。

国际金融危机引发的主要问题就是公共事务政策的合理性，集中于政府尤其是中央银行政策是否适合。私人的帮助，例如一个家庭成员的帮助则是局部的。在1846～1848年的金融危机中，欧洲的所有债券都下跌，一些债券跌幅甚至达到了75%。巴黎、维也纳和法兰克福的Rothschild公司面临破产的威胁，伦敦的Nathan Rothschild，在其纽约的代表Auguste Belmont的帮助下进行了私人援助。Belmont从美国将白银运往伦敦，分给Rothschild的各兄弟公司。中央银行通过维持低的利率，提供某种程度上的帮助。在纽约公司的协助下，Nathan作为最后贷款人拯救了整个危机。[1]20世纪30年代，纽约的Paul and Felix以同样方式援助他们在汉堡的兄弟Max Warburg约9,100万美元。[2]

最后的贷款与借款问题主要集中于中央银行提供现金的能力上。据我所知，第一次中央银行借款发生在“九年战争”期间，英

格兰银行在1694年与荷兰的通洲公司签订了200万吉尼贷款的合约，用以帮助英国财政部汇款到欧洲大陆，支持军队及盟军。这算不上最后贷款。[3]

此后的几年里（1695～1697年），荷兰继续帮助英格兰银行，购进它在欧洲大陆被拒绝的汇票。为此，荷兰收了10%的利率——按巴杰特的说法是罚息。但这毕竟还是生意，不是提供公共产品，所以也算不上最后贷款。[4]

1763年危机时，英格兰银行和伦敦的私人银行家发放了超过繁荣时期的信贷，以帮助处境困难的荷兰同行。它们在8月运送了5次黄金，9月运送了2次黄金。另外，英格兰银行和其他银行还推迟了票据支付。威尔逊（Wilson）认为，这些举动并不是纯粹的利他主义。相反，英国人认识到英国的繁荣依赖于荷兰的经济，荷兰的危机加重，会切断英国的资金来源，因此这是一个务实的政策。[5]

1772年的危机在1773年1月达到了顶峰，英荷之间的贸易陷于瘫痪。阿姆斯特丹一筹莫展。威尔逊说，只有英格兰银行才能挽救这个城市。1月10日，是一个星期天，英格兰银行决定敞开营业大门，允许用票据和政府债券兑付硬币。大量金块装上了小艇，据说一个荷兰的银行家一人就兑换了50万英镑。同时，英格兰银行则拒兑可疑的票据，这使阿姆斯特丹许多犹太人的贴现所停业。[6]同在这次危机中，俄国的加德琳女皇则向她最好的客户，英国商人提供帮助。这是多次危机中，沙皇首次向西欧伸出援助之手。[7]

此后的18世纪及拿破仑战争时代，类似的国际性互助鲜有出现。1828年危机时，甚至还传说法兰西银行准备加重英格兰银行的困难。克莱泛姆坚持认为这是一个谣传。他认为法国是国际金融合作的早期参与者，曾将黄金运往伦敦换取白银，[8]因为伦敦的黄金价格高于法国，这样的交换有利。[9]不过，1825年12月19日星期一，法国通过罗思希尔德贴现所运达的40万英镑（多数为金币），对英格兰银行的帮助非常及时，因为在经过了星期六的挤兑高峰后，英格兰银行的金库已所剩无几了。

在1836～1839年的长时间危机中，英格兰银行数次从法兰西

银行和汉堡市得到帮助。第一次它从法兰西银行提取了40万英镑。1838年它安排了信贷额度，1839年一方面它通过巴林兄弟公司和十家巴黎银行作中介，用这个额度提取了200万英镑；在另一个类似的信贷额度中，它从汉堡取到了90多万英镑的黄金，当然这个安排也帮助了汉堡，因为汉堡需要白银。[10]1838年，英格兰银行，而不是一般的黄金交易商，向美洲运了三船共32万枚金币，随后又运了二船共36万枚金币。克莱泛姆认为英格兰银行此举是没有先例的，它鼓励了美国银行家在1838年和1839年间多发了债券，这是有害的。不过他也承认英格兰银行已聪明地意识到，英国与美国之间的利益是互相联系的。[11]

根据法国的资料记载，法兰西银行曾在1846年的下半年向英国资本家借了2,500万法郎。[12]英国的资料却记载说，这一笔钱是1847年向英格兰银行借的。[13]当时，沙俄帝国提出按3%的利息购买5,000万法国法郎，帮助法国（和英国）进口大量急需的小麦。由于法国将这笔钱的一半用于偿还了英国的贷款，英格兰也因此受益。[14]当时英格兰银行的行长，帕尔默在议会选择委员会作证时说，与美国、汉堡、阿姆斯特丹和巴黎的主要银行达成谅解，比运送黄金更好。[15]

但中央银行间的合作得到的并非都是赞誉声。瓦伊纳说，英格兰银行1836年向法国寻求帮助，无疑是很勉强的，这种做法在两国关系并不特别友好时，英国就视为耻辱。特别是“报道说，第尔斯的追随者们一边吹嘘法国人的大方，一边又建议以后决不能再这么大度。”[16]托马斯·托克认为，贷款是“败坏名声的利益”，“近乎国耻”。[17]而在海峡的另一边，也不是仅仅有自豪。有人批评法兰西银行不负责任，竟然在对方国内求助无门的情况下，牟取利润，而不是提供帮助。[18]

在18世纪50年代，国际间解决危机的合作减少了。克莱泛姆说英格兰银行在1857年11月曾考虑与法兰西银行共同行动，但他只字未提行动的内容，行动也毫无结果。[19]也许最有意思的行动，是12月援助汉堡的西尔伯兹恩（Silberzng）。大家也许记得，汉堡是那场席卷纽约（和俄亥俄）、利物浦，再到欧洲大陆，特别是斯

堪的纳维亚的大危机的最后一站。12 月 4 日，汉堡议会投票成立一个 1,500 万马克的基金，包括 500 万汉堡债券和 1,000 万白银，计划从海外筹集。接下来的任务就是借款。伦敦的罗思希尔德、巴林和亨姆布罗斯，巴黎的傅尔德，及阿姆斯特丹、哥本哈根、布鲁塞尔、柏林、德勒斯登和汉诺威都接到了贷款申请。但各处的请求都遭到拒绝。傅尔德的答复是："你的信息不够清楚。"柏林回答："布鲁克和恺撒金融上都不强大。"12 月 8 日，正当除海恩之外每间汉堡的贴现所都濒临破产，船长们担心得不到贷款不愿载货时，维也纳也传来了消息，由他们负责所有的贷款，不久一辆辆载着白银的火车到达了。[20]

在早期的记录中，细节虽然已记不清，但我的印象是火车会绕城进行庆祝性环行，以消除恐慌。具体的内容比较枯燥：白银从火车上搬下，用白银向主要银行放款，包括梅克（Merck）、高德福里（Godeffory）、贝伦伯格（Berenburg）和高斯勒（Gossler）公司，再加上五家较小的银行。12 月 12 日，市场知道白银充足，恐慌自然停止。有些公司，如多勒（Donner）初始分配了 70 万马克，结果因为信心恢复，分文不需。鲍姆（Bohme）详细描述了这次危机，他说许多年后，无论是汉堡人还是非汉堡人，一谈起有关交易，当时的景象还历历在目，一读到有关文章，还会毛骨悚然。[21]英国的外交报告披露了援助行动中的政治考虑。汉堡的英国领事提到，由奥地利援助而不是普鲁士对英国来说是幸运的，因为这样一来汉堡就不会受压力加入普鲁士的关税同盟。[22]12 月 29 日从柏林送来了一份报告，附有曼特菲尔（Manteuffel）男爵对汉堡声明的译本，他解释了各种柏林无法提供援助的原因。原来的实力不足之说让位于现在的各种拙劣的解释，这更说明了一点，柏林失去了一个千载难逢的机会。[23]

汉堡恐慌的平息也大大减轻了斯堪的纳维亚地区的压力。一项明确的国际官方援助，应该是英格兰银行在 12 月 18 日对挪威政府本票所发放的一笔贷款。它用于支持英格兰银行持有的挪威贴现所的过期票据。[24]

1860 年 11 月，美国内战爆发，纽约的恐慌从巴黎和纽约吸引

走了大量金币。法国不愿提高贴现率，市场上的金一银比率差别加大，为此法国用 200 万英镑的白银与英格兰银行兑换了 200 万英镑的黄金。但这尚不足以改变严峻的形势。所以法国在 1861 年以高于输入点的价格从伦敦买进了黄金。由于还需要更多的黄金，法兰西银行通过罗思希尔德公司和巴林公司在伦敦发行了 200 万英镑的票据。[25]

1873 年的危机中没有出现国际性行动，但却发生了两件很有趣的事，说明中央银行交易中的政治敏感性。在 1872 ~ 1873 年的书信中，英格兰银行提到并否认了一个"荒谬的谣言"，即它曾考虑向法兰西银行申请贷款。在 11 月的第二个星期，普鲁士银行的行长（1875 年成立的帝国银行的前身），向英格兰银行写了一封信，表示无论是现在还是将来任何时候都愿意提供黄金贷款（克莱泛姆早前评论说，德国当时有点被胜利冲昏头脑，柏林有点像伊索寓言中的自我膨胀的青蛙）。英格兰银行很有礼貌、也很明确地拒绝了："英格兰银行现在不需要，也从未需要这类帮助，不会需要利用您热情的安排。"克莱泛姆补充说，这种暴发户式的建议对英格兰银行的行长来说，不啻是一种耻辱。[26]德国是外国人。

1890 年，由于意识到巴林的财务状况披露后可能会引发危机，威廉·利德代尔从两方面着手防备。除了国内担保外，他安排俄罗斯政府放弃从巴林提取 240 万英镑的存款，并安排法兰西银行和俄罗斯国家银行分别提供 300 万英镑和 150 万英镑的黄金贷款。利德代尔告诉法兰西银行的行长，英格兰银行利率的正常变动可以及时吸引黄金，但在突然的风暴下，采用非常的措施并不是什么败坏名声的事情。无疑，利德代尔和伦敦城并不甘愿向法国和俄罗斯要求帮助，克莱泛姆提出："如果出于某种政治、金融上的理由，他们不同意借钱怎么办?"[27]

第一次世界大战前，国际间援助的这种敏感特点在 1906 ~ 1907 年的一次危机中表现得最为明显。当时曾出现不少争论，争论的焦点不在法兰西银行是否帮助英格兰银行，当然它确实进行了援助，而在于英格兰银行是否提出援助要求，及如果没有提出此类要求，法兰西银行的举动是否主要出于自己的目的。萨伊在描述

1890 年到 1914 年的英格兰银行时，用了“大陆对英格兰银行的所谓援助”作为章节名，并认为英格兰银行没有提出要求，说明这个问题是很重要的。在该章节中，他还引用了 1906 年 9 月号的《经济学家》文章：

有人说法兰西银行为对付美洲的黄金需求而帮助英格兰银行，但决不应该因此认为英格兰银行真的仅仅是为了让美国投机商能在此轻易得到黄金，而使自己受辱。

1907 年秋，法兰西银行又向伦敦运送了 8,000 万法郎的美国金币。法兰西银行 1907 年的报告中提到，两个事件都是它决策的结果。法国的杂志还引述了其中的原因：让英格兰银行摆脱提高贴现率的压力。这意味着英格兰银行提出了援助要求。英国的资料却强调英国方面从未有过此类声明，就像 1890 年的情况一样，是法国希望降低英格兰银行的贴现率的结果。《泰晤士报》的财经编辑后来写道：

（英格兰银行）显示的决心终于迫使法兰西银行承担部分国际责任，向伦敦运送了 300 万法郎的黄金，而不是向美洲，因为它知道伦敦是可以收回黄金的地方。一般人认为这是英格兰银行提出的要求，实际上这是误解。[28]

据说有一篇未发表的论文认为，1906 年、1907 年、1909 年和 1910 年伦敦市场上进行的英镑票据与黄金的交易中，实际上已经出现了法兰西银行的公开市场操作。但巴黎的公开市场操作直到 1938 年才开始，[29]真不清楚一种国际资产与另一种国际资产的交易是如何影响一个国家国内的信贷状况的。

伦敦与巴黎：国际金融中心

学习经济史的英格兰与萨克森学生通常认为，从过去的某个时间至 1914 年，伦敦是世界的金融中心，而巴黎、柏林、法兰克福，纽约和米兰等都是它的卫星中心。不仅起讫日期有争议，这种说法同样也有争议。

德国的一位观察家认为：“英国对资本输出的垄断地位延续到

1850 年，然后法国进来了，将资本出口服务于国家政策，并为商业利益的扩大及新市场的开放服务。”[30]考虑到 19 世纪 50 年代的情形，这种观点能够得到一定的支持。范弗莱克在描写 1857 年的危机时，写到：“正如法国是 19 世纪上半叶欧洲的政治神经中枢一样，它也是 1850～1857 年经济周期波动的辐射中心。”[31]

经济周期的中心未必就是金融体系的轴心。更准确的说法应该是，1820 年到 1840 年期间，帮助伦敦完成像在波罗的海地区、俄罗斯、中国、拉美和美国等地区的世界性支付清算后，巴黎在 1850 年到 1870 年成为“欧洲的第一外汇中心”。[32]这种地位也许有点夸大，但不管如何普法战争改变了这种状况。巴杰特说：

自德法战争以来，我们可以说持有了整个欧洲的储备……所有的大团体常常并不需要支付大笔现金，为此要有地方储存现金。从前欧洲有两个地方，一个是法兰西银行，另一个是英格兰银行。但自法兰西银行停止兑付黄金后，它的黄金库存作用就结束了。没有人能保证法兰西银行开出的支票一定会兑付黄金或白银。因此，国际支付的整个责任就落到了英格兰银行身上……所有的交易正越来越集中于伦敦。从前，巴黎不管怎样都是欧洲的结算所。现在不是了……因此，伦敦已成为欧洲唯一的大结算所，而不再是以前的两个之一。伦敦有可能保持这种优势，因为这是一种自然的优势……巴黎的优势部分是由于政治力量的分配，但已经被打破，而伦敦的优势是建立在正常的商业过程之上，是非常稳定、难以改变的。[33]

1910 年，这个观点在大西洋彼岸也得到了响应。当时，斯普拉格解释英格兰银行在 1907 年提高利率不是为抑制黄金流往美国，而是为了保证支付到期的其他国家对美国的债务。由于伦敦是世界的货币市场中心，它不得不提高利率，以免为流向美国的所有支付融资。[34]

但也有不同的观点。在讨论意大利与 1907 年危机的关系时，波尼利断然认为巴黎是控制世界流动性的真正中心。[35]对这种看法，我通常会认为是短视的，或狭隘的。意大利是通过巴黎与伦敦联系的。但一位研究第一次世界大战前金融的优秀学生认为：“如果短期利率相对最低是力量的表征，本研究认为巴黎在 1914 年之前应

是世界最强的金融中心。这种结论似乎与认为伦敦是世界货币中心的一般观点相抵触。”摩根斯坦试图将巴黎在资本充裕上的地位与伦敦配置资金的作用相区别，以调和各种观点。[36]这种区别似乎很牵强。每个中心都有其主要客户：意大利、俄罗斯是巴黎的，美国和法兰西帝国本身是英国的。而中间国家如比利时、荷兰和德国更大程度上是伦敦而不是巴黎的。此外，尽管伦敦在1900年到1909年间从巴黎吸引了不少资金，但它的放款是全球性的，而不是局限在与它有关系的国家。

整个问题突显了两国之间的竞争及国际金融的政治敏感性。

第一次世界大战后的最后贷款人

1920~1921年间的危机中没有最后贷款人。经济的复苏部分是靠浮动汇率机制起作用的，因为在出现国际收支不平衡和资本外流引起的危机时，汇率就会贬值。国际产品价格提高，可能医治因将真实库存换成货币引起的价格下跌。但是这种激烈的通货膨胀性的刺激，也可能引起另一种危机——将货币转成商品，导致高速通货膨胀。例如，1923年这种情况在东欧和中欧就曾发生过，[37]这也使人想起在约翰·罗统治下法国出现的通货膨胀。保罗·艾德曼（Paul Erdman）的恐怖小说《七九大崩溃》就描述了这种情形：靠印制大量的货币及让货币浮动来对付金融危机，结果导致了人们对商品的抢购。[38]格雷斯翰的不稳定定律不仅发生在不同的货币间（黄金和白银），金融资产与现金间，也发生在商品与货币间。

20世纪20年代，西欧的多数政府都担心高速通货膨胀，试图稳定货币，其原因是——恢复到社会原状，或者是像许多货币主义者认为的，因为他们很愚蠢，没有看到浮动汇率制的好处。为了稳定，他们常常采用稳定贷款。例如，1924年法国法郎受到多方冲击。首先，有许多外国人在1919~1920年贬值时购买了法郎，出现了大量票面损失，但他们仍紧握不舍，宣称只有在出现恐慌时才会卖出法郎。[39]实际上，也正是如此，恐慌真的出现时，他们就卖掉了法郎。第二，在阿姆斯特丹，差不多可以肯定在维也纳及德国

也有外国的职业投机家，这些投机家不太可能是德国政府鼓励的。[40]最后，数以千万计的法国人握有大量的法郎流动资产，关注着各种信号，如法律对法兰西银行向国家贷款的限额等。

1924年3月4日，恐慌爆发了。法郎从2月17日的1英镑兑98法郎，跌到2月28日的104法郎，3月4日进一步下跌到107法郎。政府与法兰西银行召开紧急会议。J.P.摩根公司表示愿意提供帮助，但附带一定的条件：6个月转期的贷款应该是1个亿美元而不是5,000万美元。托马斯·W.拉蒙特代表银行提出5,000万美元太少。法兰西银行拒绝用黄金做抵押，但它最后还是屈服了，不过要求找到一个体面的办法。接着，英格兰银行的董事，包括罗思希尔德和德·文德尔（De Wendel）要求国家提出一个稳妥的财务计划。3月9日星期天计划订出，三天后投机商开始聚集。汇率极为艰难地从123法郎兑1英镑，调整到了116法郎。到3月18日法郎上升到了84法郎兑1英镑，3月24日又上升到78法郎。法兰西银行开始干预，防止法郎进一步上升，买回了操作初期损失的所有美元和英镑。对投机商的打击成功了。[41]拉蒙特事后写道："从未有过令我们如此满意的交易。"[42]

但成功是短暂的。1926年又出现对法郎的攻击。汇率在1926年7月曾低至240法郎兑1英镑。这次实施了保守的普恩加莱（Poincare）改革计划，旨在增加法国财富持有人的信心，吸引他们将资金从伦敦和纽约调回巴黎。汇率恢复到125法郎兑1英镑。这次也考虑了稳定贷款，但没有要求J.P.摩根提供服务。

在20年代，在国际联盟的主持下，还为奥地利、匈牙利安排了稳定贷款，并与伦敦、巴黎和纽约协商，连续为东欧的中央银行安排稳定贷款。大家最熟知的也许要数"道斯和扬格"（Dows&Yang）贷款。这个计划是利用德国的战争赔款进行的，它的第一个关键作用是刺激了美国的外国债券借款。

30年代，由于英镑、日元和美元连续贬值及马克和先令的封锁，法郎和整个黄金区汇率高估。但略具讽刺意味的是，经常提到的建议是法国需要黄金稳定贷款。有人建议黄金应该装在一个透明的车里，就像一个玻璃灵车，招摇穿过法国每个村镇的大街小巷，

才会使民众相信政府拥有充足的黄金，以此劝说民众不必囤积金路易。*

1931 年

1931 年持续的通货紧缩，突出了需要一个无论在规模还是在形式上都不同于以往的国际最后贷款人。我在其他文章中对此已有详述，特别强调了前面已论及的各种形式问题：需要适时的放款，操作中的政治特点及需要某一国家或某些国家承担体系稳定的责任，缺少这种责任承担者，体系的稳定就无法保证。[43]持相似观点的还有尤根·佩德森（Jorgen Pedrsen）和 R.G. 霍特里（当时我还不了解他）及英国的经济学家。当时，他们向政府提出的各种建议都收集在苏珊·豪森（Susan Howson）和唐纳德·文奇（Danald Winch）的《经济顾问委员会：1930～1939 年》一书中。

霍特里对 1931 年的分析极具说服力：

1931 年危机与此前危机的不同之处在于国际性特点。此前危机的国际性表现在价格的下降和被迫抛售资产而对世界市场产生的影响。但债权人的债权只有少部分到期，而 1931 年危机的显著特点是德国和东欧的债权人担心，即使债务人仍然健康，外汇市场也会崩溃。在饱受恐慌打击的外国人把资金撤出伦敦后，英格兰银行才提高利率，但已太晚了。这种恐慌引起的撤资，以前从未出现过，问题的根源在于货币的不稳定。工业衰退、企业破产、银行倒闭、预算赤字、违约行为等都是价格水平下降的结果……因此需要国际最后贷款人。也许有一天国际清算银行** ……但现实是，这

---

* 为法国古金币名——译者注。

** 这具有一定的预见性。因为国际货币基金组织作为最后贷款人的决策时间较长，而国际清算银行的行动较快。国际清算银行已在许多近期的金融危机中提供了“搭桥贷款”，即短期融资（金额也必然是有限的）给急需资金的国家。这些贷款后来都为国际货币基金组织接收。见哈罗德·詹姆斯（Harold James）的《布雷顿森林体系以来的国际货币合作》（华盛顿：国际货币基金组织，1995 年），纽约和牛津：牛津大学出版社，1996 年，第 361～362 页，第 389 页，第 557 页，第 562 页，第 592 页。

一作用只能由某个外国中央银行或一组外国中央银行合作完成。[44]

只引述斜体段落就会使作者听起来有点喘不过气来。我们会看到，霍特里并没有充分意识到适当地完成最后贷款人角色的难度，但他对最后贷款人局限性的理论认识还是很有见地的：

一般而言，如果要给一个处境困难的中央银行信用，就应该充分满足它的需要，不应该有限制。若给的量不足，汇率终究会崩溃，已借出的资金会完全浪费……会有赞成无限授权的情况，一旦授让了信用，就不应提走。要么一分不给，要么毫无限制。但这有风险。无限授信会让这个国家保持金本位，拖长那种迅速变得不可忍受的情况……这样的教训是：如果国家能维持原货币本位，而无不当的紧张局面，就可以无限授信；如果维持平价的努力极端困难，那就不要信贷，让货币贬值。[45]

豪森和文奇列举了 20 世纪 30 年代英国经济学家写给政府的一系列报告，其中有一份经济学家委员会报告，经济学家中有委员会主席凯恩斯，成员包括亨德森、庇古、罗宾逊和 J. 斯坦普爵士，海明和卡姆为秘书。报告讨论了中央银行间的广泛合作问题，特别是如何通过国际清算银行来进行短期融资和建立贷款库。其宗旨首先是防止类似战后初期的货币崩溃，其次是恢复“对不受信任国家金融体系的信心。”[46]但在泛泛的建议下，报告没有提出什么具体的措施。

1932 年 7 月，在英国卖掉黄金之后，距 1933 年世界经济大会还有一段时间，经济信息内阁委员会中，斯坦普为主席，成员有西特林（Ctrine）、科尔（Cole）、凯恩斯（Keynes）、阿尔弗雷德·刘易斯（Alfred Lews）爵士和弗雷德里克·雷恩—罗斯（Frederick Leiht - Ross）爵士，亨德森和海明为秘书，他们发表了一个报告，讨论“国际金融危机”。报告引用了巴杰特的观点，描述了 1825 年和 1847 年的危机，讨论了英国无法再实行最后贷款人的作用，建议由国际清算银行发行称为国际凭证（International Certificates）的纸黄金，来完成最后贷款人的职能。这个国际凭证类似于 36 年之后的特别提款权。[47]但这可以说是亡羊补牢，为时晚矣。

1931 年 5 月，维也纳的信用公司倒闭，出现了第一个阻止国

际脱媒的机会。5 月 11 日的公告披露，公司亏损了 1.4 亿先令，而它的资本只有 4,500 万先令，奥地利政府向国际联盟求援。国际联盟在十年前就组织过稳定贷款，于是它转而求助于根据处理赔款的扬格计划而新成立的国际清算银行。奥地利政府要求 1.5 亿先令（2,100 万美元）的援助，国际清算银行从 11 个国家安排了 1 亿先令。这个过程发生在 5 月 14 日到 31 日之间。到 6 月 5 日，信贷已用完，奥地利国家银行又提出新的要求。这次是在 6 月 14 日安排的，条件是奥地利只能在二到三年才能得到 1.5 亿先令的贷款。法国又提出了一个条件，要求奥地利政府放弃与德国刚刚在 3 月份签订的海牙同盟条约，但奥地利政府拒绝了。然后，英格兰银行提供了一笔期限为一周的 5,000 万先令贷款。

危机传到了德国。德国银行的财务状况因过度投机、大量的证券冲销、欺诈、银行家间的争吵、银行支持自己的股票及流动储备耗尽而恶化。这些现象都是传统危机的特征。[48]当时市场的外来人是达纳特银行的雅各布·古德施密特。[49]达纳特银行是国民银行和达姆斯塔德（Darmstradler）合并的产物。其他银行家，像德意志银行的奥斯卡·沃思曼（Oskar Wasserman）等对古德施密特和他的激进经营策略深恶痛绝。事情要追溯到 1927 年，当时柏林的汉德尔斯塞尔夏夫特（Handelsgesellschaft）放弃了毛织品经营商诺德沃尔（Norddeutsche – wollkammerei）的业务，但达纳特银行却接过了这些业务。1931 年 6 月 17 日，诺德沃尔倒闭，连累了达纳特银行，但其他银行不愿施于援手，因为他们讨厌古德施密特。除了银行家间的厌恶之外，还有其他复杂的政治和金融上的原因。德国内部的金融动荡已导致大规模的提款，胡佛的延期偿付也仅有轻微的缓冲作用。6 月 25 日安排的一笔 1 亿美元贷款中，英格兰银行、法兰西银行、纽约联邦储备银行及国际清算银行各出资 2,500 万美元，贷款期限到 7 月 16 日。汉斯·卢瑟（Hans Luther）帝国银行总裁希望贷款规模更大一些，要求不要公布贷款的数目，所以公报仅仅提到安排了充足的贴现量。但当实际金额不慎泄露出去时，当帝国银行 6 月 23 日的报表表明储备率只有 40.4%，与 40% 的底线擦边时，就应验了那句谚语："魔鬼总是在最后出现。"[50]

为此德国寻求新的贷款，但没有进展。德国要求10亿美元，法国愿考虑5亿美元，但附有政治条件。美国担心会有16亿美元的财政赤字，因此认为要国会批准借钱给德国是痴心妄想。但它愿意考虑稳定现有已给予德国的贷款，这也是德国想要的。英国外交大臣阿瑟·亨德森对贷款的想法很有兴趣，但英格兰银行行长蒙太古·诺曼认为，英格兰银行“已贷出能够贷出的金额了。”[51]反对外国贷款的一个理由是，危机是由于国内资金外流而不是由外国的提款引起的。到7月20日，大家已经心照不宣地放弃了贷款的想法。“由于不合实际已被扫在了一边。”[52]德国人则依靠内部措施阻止了国内的脱媒现象，并依靠备用协议，要求那些不情愿的外国银行停止资金外流。

继德国之后，英国也于7月中旬出现了挤兑。部分是由于欧洲大陆的亏损引起，也由于麦克米兰报告认为会出现大量的国内预算赤字，及预计会有大量的外国资金从伦敦撤走。自1927年以来，法兰西银行一直通过间接手段将英镑换成黄金，在市场卖出英镑，同时买入英镑远期，然后在远期到期时，换成黄金。[53]法兰西银行的这种手法看上去好像没有将旧的余额转换成黄金，而只是兑换新得到的英镑。不过在1931年夏，法兰西银行非常合作，一块英镑也没兑换。7月底，纽约联邦储备银行和法兰西银行分别给英格兰银行提供了1.25亿美元贷款。贷款用完后，英国政府则考虑从纽约和巴黎市场筹集1年期的贷款。英格兰银行报告说，外国的银行家不愿向英国贷款，因为英国为救济失业出现了大量预算赤字。工会反对减少对失业的救济，并撤销对工党政府的支持。8月24日工党下台。4天后，形成新的“国民政府”，麦克唐纳再次当选首相，斯诺登（Snowden）为财政大臣。接着，纽约的摩根银团贷出了2亿美元，巴黎的法国银团也贷了2亿美元。这样看来，银行家制住了英国政府。但他们自己解释说，这仅仅反应了20年代摩根对法国人的声明，以及第二次世界大战后其他最后贷款人的声明，他们并没有施加政治条件，而只考虑经济环境，他们觉得有理由拿自己及储户的钱去冒险。这会要求采取一些足以恢复货币信心的措施。

1931 年 8 月 5 日，应首相麦克唐纳的要求，凯恩斯在写给他的信中，提出了一系列建议，包括将英镑贬值，并形成一个以黄金为基础，低于旧平价 25%的固定汇率货币单位，使所有英帝国国家、南美、亚洲、中欧、意大利和西班牙等所有国家加入的建议。这表明他的观点经常变化。7 月份他还签署了麦克米兰报告，建议坚持当时的英镑平价，提高关税。但在信中他提出了一个著名的观点：如果不能成功地捍卫英镑，继续借钱捍卫是愚蠢的。[54]这与最后贷款人文献中提出的，不应该给破产企业和银行贷款的观点相对应。但工党政府及其后任政府对这一点却没有重视。

2.5 亿美元再加 4 亿美元仍然不够，9 月 21 日英镑已失去黄金的支持。夏天，法兰西银行对英国的克制态度并没有同等地用于对待美国。* 法兰西银行和黄金区的其他成员国将 7.5 亿美元换成黄金。储备减少及美元对英镑及相关货币升值产生的通缩压力是损坏美国银行体系的关键。但纽约联储没有提出援助要求，甚至也没有要求暂停兑换。中央银行家的准则要求他们咬紧牙关。这有点让人想起沃尔特·米蒂（Walter Mitty）拒绝在行刑队前蒙上眼睛的故事。1929 年，当哈里森问诺曼在纽约银行买的英镑能否换成黄金时，得到一个很简洁的答复："当然了，英镑是可兑付的，这是金本位。"[55]1931 年轮到哈里森向莫内特伸出援助之手，他提出愿意把法兰西银行的所有美元换成黄金。[56]1931 年的危机中有五个方面特别引人注目：（1）英国无力扮演最后贷款人的角色；（2）美国不愿承担这个角色，仅对英国这个"特殊关系国家"提供了有限的帮助；（3）法国想在奥地利和德国（但没有对英国）达到政治目的；（4）1923 年后德国的妄想狂们决不提通货膨胀问题；（5）小国家不承担什么责任。

这种分析曾受到多方面的质疑。一位分析家认为第一次世界大战之后需要某些手段来恢复世界经济，或者可以是像第二次世界大战后的马歇尔计划（Marshell Plan）之类的措施；[57]另一位认为德国

---

* 荷兰、瑞士和比利时并没有追随法国对英国的态度，因为他们对体系没有责任，因此只要不引人注目他们就尽量将英镑换成黄金。

经济在 1931 年不会因最后贷款而得到恢复，因为德国当局出于政策的目的，决定把经济降温，以摆脱凡尔赛协议的约束，特别是有关赔偿的条款约束。[58]

布雷顿森林体系

人们并没有从 1931 年的危机中吸取教训。在布雷顿森林体系中，设立了国际货币基金组织为经常账户赤字融资，但融资的程度有限。热钱的流动由资本控制来解决。国际货币基金组织提供的是需要偿还的贷款，而不是货币创造。贷款分成四档，每档有一定的限额，同一年只能使用一个档次的贷款。此外，在第一个黄金档后，信贷主要是国际货币基金组织的宽限期问题，而不是凯恩斯计划所设计的获取权问题。在第二次世界大战后的复苏期间，重建融资主要由马歇尔计划提供，国际货币基金组织和世界银行处于附属地位。可以说，直到 1958 年法郎贬值、英镑可兑换之后，布雷顿森林体系才真正开始运作。

很快，对资金流动关注不足的问题引起了重视。事实证明，经常账户的可兑换性不可能维持，资本的流动也不可控制，因为大量的资本转移会以进出口融资变化的形式出现，即所谓的提前和滞后。例如，要求一个国家对进口支付现金，而不是用三个月的信贷，同时要求它将三个月的出口信贷延长到六个月，这样这个国家六个月的进出口平均值的储备很快就丧失。1960 年，国际货币基金组织通过的协定将一般借款安排（GAB）进行了扩展。根据此安排，十个主要的金融国家，即十国集团，承诺除了 144 亿美元的基金配额外（1946 年成立时只有 78 亿美元），另外增加 60 亿美元，当出现不利的资本流动，而其外汇储备和国际货币基金组织的额度不足以应付时，可以动用该笔资金。但实践证明这个金额也不足以解决问题。另外，国际货币基金组织的动作不及时。因为决策是由董事加权投票决定的，许多董事往往代表多个国家，提出建议，等待指示，再做出帮助危机国家的决定，这个过程会长达 3 个星期，甚至比金本位下该国提高贴现率产生效果的时间还长。

第二次世界大战后，热钱的流动与日俱增，第一个原因是通货膨胀性的，价格上升，所有货币的价值下降；第二个原因是由于每个国家的货币与国民收入的提高所致，这意味着可在国与国之间转移的流动性资产更丰富了；第三个原因是，各地金融资产所有者的范围扩大了。20 世纪 30 年代在美国（虽然欧洲不是如此）将外汇视为流动资产，或倾向于在外汇上投机的人相对较少。而在 50 年代人数就明显增加了，到了 60 年代更是急剧膨胀。理查德·库柏尔（Richard Cooper）强调了这种变化：

通过比较数字可以粗略地看出这种变化：在大挤兑的 1947 年 8 月，每天对英镑的投机性交易不足 1 亿美元，而在 1969 年 5 月看涨德国马克时，投机量最高每天超过 15 亿美元。1971 年 5 月，一小时内就有 10 多亿美元流入德国。随着不可知的障碍进一步减少，有理由相信交易量会从每天 15 亿美元上升到 150 亿美元，甚至 500 亿美元。[59]

库柏尔当时还是太保守了，根据报纸报导，到 20 世纪 90 年代末，交易量已达一天 1 万亿美元。对 90 年代初的估计是夸大的，但在 90 年代末的估计应是符合实际的。除了狂热的投机和通过衍生工具进行对冲外，有两个虽次要但相反的趋势值得注意：一个趋势是，新兴市场的日交易量从 1995 年 4 月的 309 亿美元增加到 1997 年 10 月的 668 亿美元，翻了一倍；另一个趋势是，欧洲的交易量由于欧元取代国家货币而相对减少了。[60]

随着热钱的增多，需要有新的工具出现，尝试性地卖出外汇远期来捍卫一国货币也已常见。这个办法能满足抵御固定汇率投机者的需要，却不需要中央银行运用储备。实际上，如果卖出足够的外汇远期，一个国家就能将远期汇率拉低，使套利者去买进现期本币，卖出本币（买进外汇）远期，从而取得外汇储备。一些人认为，远期外汇市场上的操作能减轻中央银行持有外汇储备的压力：当远期契约到期时，远期可以转期，但英国 1964 年到 1967 年的经历说明这个想法有局限性，就像永动机一样只是一个梦想。当英格兰银行需交割外汇的远期高达其实际持有的黄金和美元的数倍时，市场就不愿意将旧契约转期，而要求进行交割了。至此，早在

1964年就该发生的贬值，拖到了1967年，再也逃避不掉了。

远期交易可由一家中央银行操作。20世纪60年代发展起来的第二个最后贷款人概念是巴塞尔协议，包括掉期网络（swap network），它要求进行多边合作。1961年英镑受到攻击时，主要中央银行的代表聚集在瑞士巴塞尔的国际清算银行里，从不同国家汇集了一系列贷款，供英国使用，总数达10亿美元。查尔斯·库姆斯认为这是战后国际金融的一大突破。[61]这个数字足以稳定市场，并将促使大部分外流的资本回流。如果资本回流积累的储备尚不足以偿还，不足的部分就由国际货币基金组织对英国提供的信贷额度融资。这样，国际货币基金组织就退到了防卫的第二线进行预备。第一线的最后贷款人是中央银行俱乐部，它已在多个场合发挥了作用：1962年6月代表加拿大筹集了10多亿美元；1963年3月在意大利筹集了另一个10亿美元；1964年英国大选前，俱乐部出了10亿美元，国际货币基金组织出了10亿美元，工党胜利后，俱乐部的出资扩大到了30亿美元。随后，在1965年9月，俱乐部成员除法国外又为英国筹了10亿美元。1966年4月再为英国筹集了另一个10亿美元。1968年为法国安排了一揽子13亿美元的贷款，为了捍卫贬值后的法郎，11月又扩大到了20亿美元，但法国在最后一分钟拒绝贬值。[62]1965年法国决定不对英国提供帮助，这被认为是一个“令人震惊的断绝互助关系”的举动。服从俱乐部的压力与外交政策上独树一帜的愿望无疑都很强烈。“但这对我们毫无影响，英国想要的支持都得到了。”[63]

美国在巴塞尔俱乐部的形成中起了领导的作用。整个经验表明，提供信贷最有效的办法是所谓的掉期交易——两家中央银行相互签订等量的外汇交易合同，各家都以外汇为资产，本币为负债，一方的资产为另一方的负债。尽管只是暂时性的，但这是一种快速的货币，因为多数的“掉期额度”（swaplines）规定掉期协议在某一个时期，比如6个月后终止。这种技巧是法兰西银行和纽约联邦储备银行在1962年3月安排一笔5,000万美元的贷款时率先采用的。1962年6月，这两家中央银行分别与荷兰和比利时中央银行安排了5,000万美元的掉期额度。同月又与加拿大签订了2.5亿美

元的掉期额度。到7月，瑞士国民银行也加入，签订了2亿美元的掉期。在1963年10月，纽约联储银行的掉期网络已经扩展到了11个国家的中央银行，金额达20亿美元。在1966年9月间，网络又从28亿美元扩大到45亿美元。到1968年3月（此时黄金库解散，在中央银行体系之外黄金采用独立的、自由浮动价格体系，即二级体系），进一步扩大到90亿美元。在1973年7月，几经冲击及美元浮动后，网络又从117亿美元增加到了180亿美元。[64]

这种办法完全依赖最后贷款人的药方，是有副作用的，并没有考虑到它的弱点：它延迟了采取基本的纠正措施，弱化了激励的作用，丧失了自我依赖性。库姆斯是一个市场人士，喜欢通过挤压空头进行超卖。他相信抑制那些可能推动汇率、价格、通货膨胀超过某一关键点的不稳定性投机是有效的。但是基本面因素也应考虑。他两次引用市场人士的格言：如果把赌注压在基本面上，你会输得精光。[65]他对外汇危机的唯一反应是：扩大掉期额度。但仅此是不够的，体系终于崩溃了。

崩溃的最根本原因是分析性错误。美国和德国的中央银行没有看到，如果它的货币市场要通过欧洲货币市场与汇率联系在一起，就像1971年12月的史密斯协议一样，两个国家就必须就货币政策进行合作。当1972年总统大选临近时，美国要实行扩张性的政策，而西德总担心通货膨胀，一直保持较高的利率。结果是资金大量流出美国进入西德的欧洲美元市场。最后，德意志银行被迫下调利率，但这种下调已是在数十亿美元向世界扩散之后了。

就像1825年、1853年、1871年和1885年一样，低利率的冲击会导致银行放松放款标准。欧洲银行开始随意地向发展中国家放贷，这也是战后的第一次。巴西、墨西哥、韩国、秘鲁及其他一些发展中国家，发现欧洲银行家向他们频频招手，就像1927年的“美好旧时光”。除此以外，前苏联及东欧国家也进入了西方信贷体系。总的看，与OPEC石油价格上升后的贷款扩张情况相比，规模还是不大。但这已是一个开端。

其次，美元在世界的大泛滥使固定汇率制度无法维持，即使美元在史密斯贬值之后也是如此。美国没有耗费多少精力去捍卫新的

汇率，但 1973 年 2 ~ 3 月间对美元的投机，其规模之大已是德意志银行和日本银行所无法承受的了，因此当它们停止积累美元时，浮动汇率也就降临了。

多数经济学家，包括现在的公司，认为浮动汇率制会扼杀对利率敏感的资本流动，使不同的国家有可能实行独立的货币政策。对于投机性的资本流动是否继续，多数情况下是否稳定，是否只在偶尔的情况下才会产生严重的不稳定性等问题，分歧很大。但他们普遍认为，资本市场将分割成国与国的市场，对汇率风险的忧虑会使大多数金融资本留在国内。

实践证明并非如此。许多银行把浮动汇率看成一种鼓励它们从事外汇投机的替代品。这种变化是当局长期稳定措施所不曾料到的。直到 1958 年，美国人的态度仍然是那种善良的错误——让美元去迎接市场的变化。

在新的环境下，原来对最后贷款人的需求在国内也产生了，但这仍与国际金融相关。浮动汇率已促成一定量的外汇投机。尽管许多银行通过低买高卖做得不错，但也有输家。德国科隆的赫斯塔特银行和纽约的富兰克林国民银行就是其中的最大输家，两者均在 1974 年 6 月关闭。赫斯塔特银行在欧洲关闭时，出了一个大问题。它已经收到了外汇交易中应得到的资金，但还没向它的马克交易对手支付。在一个时期，为它担保债务的财团只偏袒德国国内的债务，而不顾外国人的欠款，后才考虑将外国的债务包括进去，因此在海外没有形成冲击波。美国的联邦存款保险公司担保了富兰克林国民银行的最高 4 万美元的存款，* 联邦储备体系作为最后贷款人担保了余下的债务。

这些安排是由国际清算银行做出的，体现在所谓的 1975 年 3 月的巴塞尔议定书上，它用于解决银行破产时各国的责任问题。这个议定书在 1982 年以前，多少解决了这方面的问题。1982 年，米兰阿姆布罗西亚诺（Ambrosiamo）银行的卢森堡子公司拖欠了 4 亿美元对欧洲银行的债务。意大利银行拒绝赔偿，它依据的法律理

---

* 这是指联邦存款保险公司保险的部分，当时应为每一储户 4 万美元——译者注。

由是，卢森堡的机构不是米兰银行的分行，而是一个按照卢森堡法律注册的独立公司，因此其资产与负债并不是总部的一部分。巴塞尔议定书的有效性因此受到了怀疑。

1973年和1979年石油价格两次剧升，造成中东、墨西哥和委内瑞拉等石油生产国积累了大量美元。结果多数石油生产者大大增加了支出，石油消费者增加了借贷。这个过程多数读者应该已经耳熟能详，现仅概述如下：石油价格增长，特别是第二次，上升到了30美元一桶，加速了石油输出国组织成员国及非成员国的石油开采与生产，并影响到房地产、办公楼、商店等的扩张。但新的生产却造成1981年后石油价格进一步下降。1982年8月，经过调整扩张的墨西哥出现了问题，同时出现问题的还有美国的得克萨斯州、俄克拉荷马，加拿大的艾略特及其他地方。

国际最后贷款的方法之一就是国际清算银行1961年3月设计的掉期交易：一个受外汇危机冲击的国家，将本币与它需要用以支付的外汇交换。如果危机消退了，该国就可以再获得外汇，通常会在某些特定的时期后，如六个月后，再解除掉期。如果危机未得到克服，受援助的国家就希望从国际货币基金组织得到资金来支付欠款。在比较极端的少数情况下，它可以向它的伙伴发行长期外汇债券。这种掉期更多地建立在相互信任基础上，而不是靠契约来维系，但它们只限于主要的金融国家，即所谓的十国集团加上瑞士。拉美国家不能利用这种手段，因为历史上它们曾频繁地对外债违约，特别是在19世纪20年代、50年代、70年代、90年代和20世纪20年代。因此，发展中国家不得不在金融危机时求助于其他手段。

方法之二是国际货币基金组织。20世纪80年代这一方法的作用很有限，因为它的配额已基本上用完。按规定，国际货币基金组织将对未来的借款施加越来越严格的苛刻条件。由于国际货币基金组织的资源有限，也为了回避国际货币基金组织的苛刻条件，第三世界国家只有尝试与贷款银行进行债务重组。银行大多要求该国与国际货币基金组织谈判，研究贷款偿还问题，接受新的条件以确保偿还。由于条件十分苛刻，谈判耗时较长，因此需要发放过渡贷款

以渡过谈判期。1982年纽约联邦储备银行就提供了10亿美元的此类贷款给墨西哥，美国财政部也向墨西哥先支付了10亿美元购买石油，石油在以后交付给美国的战略储备库。在这次危机中，各方都想通过各种交易渡过危机。双方都想避免违约：对债务人来说，违约可能使他们无法再进入国际金融市场（如果可以从历史推论的话），而他们需要外国资本来维持增长。对债权人来说，违约会迫使许多大量从事第三世界贷款的银行冲销呆账，而许多银行对第三世界贷款的规模都超过了银行自身的资本。尽管早期的违约对发达国家的信用体系不是一个大问题，但80年代的第三世界债务危机可能会引起整个系统的银行挤兑。

为彻底解决第三世界债务危机，人们提出了种种建议，包括参议员比尔·布雷德利（Bill Bradley），英国的列维尔勋爵及普林斯顿大学，哥伦比亚大学的经济学家彼得·卡伦（Peter Kenen）和加迪什·巴格瓦特（Jagdish Bhagwat）。但由于权责两方的利益分歧较大，要合理地达成一个协议似乎还很遥远。以正统的观点来说，在心理上蒙混过关可能是最现实的，尽管其间会出现惊心动魄的场面。

条件

国际贷款的主要条件是在世界银行和国际货币基金组织对第三世界贷款时提出的。较为普遍的观点是认为这些机构像“老祖母似的”——一些祖父并不觉得这个形容词可笑——将借款人的货币和财政政策护理性地用绳索紧紧拴住。但这些条件在多数国际和国内贷款中起了一定的作用。今天，一些法国的分析家谈到1924年稳定贷款展期时，仍对J.P.摩根提出的要求耿耿于怀，[66]虽然要求贷款人有义务向他们的存款人保证贷款必须得到偿还，这并无不合理之处。其实法国1931年考虑向奥地利和德国发放贷款也是有条件的，分别在于后者是政治性的而不是经济性的。同年夏天，美国和法国给英国的贷款也被视为是银行家的勒索，因为贷款人认为，英国5月委员会（British May Committee）平衡预算与减少救济（失

业福利）的建议是可以完成的。

掉期网络是中央银行家的绅士俱乐部。掉期是无条件的，只有各方的理解。在发放搭桥贷款时，比如给匈牙利的贷款，国际清算银行不需附加任何条件。这部分是由于国际清算银行在一定程度上具有中央银行的心态，也是由于它知道，国际货币基金组织会把它拯救出来。但当七国集团的成员从掉期网出来，进入到国际货币基金组织时，它却附加了贷款条件，就像英国 1976 年的情况一样。[67]

墨西哥危机

向第三世界国家大规模发放最后贷款人贷款，一般而言都是由布雷顿森林体系机构进行的，但与大多数规则一样，这也有例外。1982 年 8 月墨西哥破产，第三世界国家的借款撞到了南墙。美联储掏了 10 亿美元，美国财政部预买了 10 亿美元的石油作为帮助邻居的措施。这两项措施符合美国的一贯做法，虽然实施得很匆忙，但较为有效，至少短期内是有效的。此后，在詹姆斯·贝克计划和尼古拉斯·布雷迪计划的帮助下，墨西哥通过再借款及债务冲销等手段，逐步稳定下来。

但困难还没有完全过去。特别是 1994 年，许多拉美国家再度陷入困境，最糟的是墨西哥，农民暴乱、总统候选人被暗杀、地震、高通货膨胀等，导致资本大量外逃，比索急剧贬值。[68]1994 年 4 月，美国和加拿大首先出手援救，主要依据是三国在 1993 年 11 月签订的北美自由贸易区协议法的“特殊关系”。两国提供了共 67 亿美元的信用额度，其中美国 60 亿美元，加拿大 7 亿美元。但危机仍持续发展。1994 年 12 月，比索再次出现危机。部分是由于当地的资本外逃，部分是由于美国投资者的幻想破灭，撤资引起的。这一次，即 1995 年 1 月，美国组织了 500 亿美元的援救基金，其中 200 亿从美国的外汇稳定基金中拿出，国际货币基金组织出了 178 亿美元，国际清算银行牵头从欧洲各中央银行组织了 100 亿美元，另外的 20 亿美元由加拿大出。[69]这个措施起到了作用，第一批援助资本开始返回。美国只动用了 125 亿美元。到 1995 年秋，墨

西哥开始用私募的钱偿还援助。当然在本书的这版修订时，资金还没有全部返回。

关于墨西哥 1994 ~ 1995 年的危机拯救行动仍存在一些问题不清。第一，是道德风险问题，即 1982 年的危机解困是否使该国坚信，在以后出现危机时也可以得到同样的帮助。第二，是否该拯救行动，特别是其巨大的金额形成了困难的先例。我们了解拯救的思维过程。巴杰特（Bagehot）清楚说明最后贷款人应不受限制地放贷。超过任何可能需要的数量可以视为不受限制。第三，在阻止墨西哥危机的过程中，金融当局是否将传染源切断，防止了危机的扩散，像 1931 年 5 月首先发生于奥地利的危机一样，扩散到了阿根延和巴西？他们希望他们能做到，但遗憾的是，事实表明他们错了。

东亚金融危机

始于 1997 年 7 月的东亚金融危机，责任归属划分是很困难的，到底是发达国家那些放纵的放款人，因为他们热衷于分散他们的资产组合，还是迅速发展的借款国家，他们在西方的推动下放松对本国的管制，并雄心勃勃扩大投资促进经济的进一步发展。当然，还有其他一些因素，如印度尼西亚的裙带资本主义，泰国政府的软弱，韩国大量的财团，以及无处不在的银行坏账。货币扩张与通货膨胀导致盯住美元的货币币值高估，僵化的日本经济政策使该地区失去了以往的强劲需求，尽管日本人的存款增加起到了一定的最后贷款人作用。马来西亚总理马哈蒂尔博士将问题归罪于外国的投机者，特别是美国的乔治·索罗斯，但索罗斯说他并没有卖空林吉特，当时马来西亚正在建设两座世界最高的大楼。

马来西亚并没有寻求国际货币基金组织的帮助，而是采取了控制资本外流及外国投资利益外流的办法。泰国、印度尼西亚及韩国则求助于国际货币基金组织。各方的援助金额，包括 1994 ~ 1995 年对墨西哥援助数额列于下表，该表引自国际清算银行。[70]

官方财务承诺（最后借款人）（10亿美元）

国家	国际货币基金组织	世界银行	亚洲开发银行	双边承诺	总计
泰国	3.9	1.9	2.2	12.1	20.1
印度尼西亚	10.1	4.5	3.5	22.0[a]	30.0
韩国	21	10	4.0	22.0	57.0
总计	35	16.4	9.7	56.1	117.1
墨西哥	17.8	1.5	1.3[b]	21.0	51.6

注：a. 包括动用了50亿美元的印度尼西亚紧急储备；

b. 泛美开发银行。

国际清算银行的报告提到，宣布的516亿美元拯救墨西哥的计划“对阻止外国人信心的滑落产生了心理上的有益作用”。[71]如果危机扩散，就会把大多数拯救未来危机的流动性资金用完。而实际情况确是如此，为此美国国会根据政府的提议，准备扩大国际货币基金组织份额，并于1998年底带领其他正等待美国领头的国家完成货币基金组织的份额扩充。这样，基金组织就可以在后来俄罗斯与巴西需要帮助时提供帮助。

国际货币基金组织的份额制度使其有别于一家可创造本地货币的中央银行。也有一些声音提出发行另一轮特别提款权（SDRs），但是特别提款权是分配给所有成员的，而不仅仅是给那些需要流动性的成员，因此这种提议未得到认同。

一个世界性的中央银行作为最后贷款人应该比国际货币基金组织更加有效，但这是不可能的事。在欧洲货币联盟之外，多数国家将货币的发行与控制视为主权的象征，在美国这一点是通过宪法体现的。

美国与美元

似乎是从1918年疏忽的恶果中吸取了教训，美国在帮助第二次世界大战后欧洲重建的融资中，在国际货币基金组织和世界银行

的早期工作中，在掉期网的建立中，在解决 80 年代第三世界债务危机及解决 90 年代后期的危机中，都起到了领导作用。它也是 90 年代经济成功的典范，引用一些经济分析家的说法，是低通货膨胀率、低失业率、政府财政盈余、技术进步、经济周期延长及联邦储备局的快速反应驯服了金融危机，因此美国进入了“新时代”。但这些现象并非完全稳固，繁荣主要取决于消费者支出，是资产膨胀与可支配收入负储蓄的结果。信用卡债务与家庭破产数达到了新高。延迟维护已经使基础设施变得脆弱，通过借贷维持的国际收支赤字，再加上大量的债务，以及外国投资者对美元信心的减弱，都将可能构成大的问题。一位英国经济学家的厉声警告，也许有几分夸大其词，就在他的“七个无法持续的过程”，虽然作者不愿谈及发生的时间，但预测问题会在 5 年到 15 年间爆发。[72]美国与美元失去“世界经济与金融界的领导地位”应该是可能现实的了。[73]

一些政治学家相信所谓的“制度”，即在领导时期建立起来的合作惯例（他们又称之为“霸权”）。[74]这种合作在 80 年代相当成功，特别是在财政部长詹姆斯·贝克的计划下，他放弃了善意忽视美元价值的政策，在 1985 年 9 月提出了广场协议（Plaza A - greement），1987 年 1 月提出了卢浮（Louvre）协议。但相信七国集团高峰会议作用的观察家不多，他们认为这些会议主要是一种相片式的仪式与姿态。更适合制定出有效协议的是由法、德、日、英、美组成的五国集团。

国际货币基金组织和世界银行能否替代日益衰微的美国领导地位呢？这些在布雷顿森林制度下建立的机构不是用于帮助美国，而是为了帮助解决其他国家的问题。但它们工作进度缓慢，危机时无力解决问题。因为解决危机的决策要在几小时而不是几星期内做出。此外，这些机构的资金规模太小，无法与今天的市场抗衡，仍需要七国中央银行相互协作，特别是面临困难的货币是美元而不是市场规模较小的日元、里拉或法郎时，这些机构更显得捉襟见肘。

尽管美元存在问题，但由于缺少替代货币，它仍是世界的计价单位，不过其作为支付手段的作用可能在降低。日本自己在问题银行的房地产贷款上也是麻烦不少，德国则忙于将民主德国纳入它的

一体化经济中。在戴高乐总统时代，法国就不断挑战美国的政策和美元的统治地位，但成效不大。现在的法国总统则完全陷于内外交困之中。欧盟可能在经济和财政上逐步强大，最终取代美国的世界经济领导地位。目前世界之所以仍然依靠美国的领导，是因为没有更好的领导。但美国正在后退，忙于应付自身的政治和经济困难，也不愿为提供国际公共品而承担成本。这一制度只在平静的时期有效，要在危机中起领导作用还需要具备更具有决定性的因素。未来几年，要躲避经济金融危机的可能性是很小的。

好在本书研究的兴趣仅在于历史。

注释：

1. 尼奥·福格森，《罗斯柴尔德家族：货币的先知，1798～1847年》（纽约：维金，1998），第16章，第461页的表16a，列出了维也纳、巴黎、罗马和伦敦的债券价格。福格森指出，伦敦机构并不是最后贷款人。但Nathan的孙子，Alphose被派到纽约，以免Belmont陷入墨西哥的赔偿，从而专注于欧洲救援（第466～470页）。

2. 罗·切劳，《华宝：20世纪著名犹太家族的冒险旅行》（纽约：兰登书屋出版社，1993年），第328页。

3. R.D. 理查兹，"第一个50年的英格兰银行"，载于J.G.范·狄伦主编的《主要公共银行的历史》（海牙：马丁内斯·尼吉霍夫，1934年），第234页。

4. 外雷特·巴赫，《17世纪的资本主义与阿姆斯特丹》（密歇根大学出版社，1966年），第125页。

5. 查尔斯·威尔逊，《18世纪的英荷商业与金融》（剑桥：剑桥大学出版社，1941年），第168～169页。

6. 前引文献，第176页。

7. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945年）第2册，第249页。

8. 前引文献，第2册，第100～101页。

9. 奈特·维克塞尔，《政治经济学讲义》（纽约：麦克米兰，1935年）第2册，第37~38页。

10. 雅各布·维纳，《国际贸易理论研究》（纽约：哈泊尔 & 布罗斯，1937年）第273页；克莱泛姆，《英格兰银行》第2册，第169页。

11. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945年）第2册，第164~165页。

12. 克莱门特·朱格拉，《法国的阶段性经济危机》第2版（1889年；纽约奥古斯塔斯·凯利重印，1967年），第417页。

13. 维克多·摩根，《中央银行理论与实践，1797~1913年》（剑桥：剑桥大学出版社，1943年），第148页。

14. 盖耶·罗斯托和施瓦茨，《1790~1850年英国经济的增长与波动》（牛津：牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1953年），第333页。

15. 英国议会文件，《商业困难的原因：货币政策》（山农：爱尔兰大学出版社，1969年），第1册，第153页。

16. 雅各布·维纳，《国际贸易理论研究》，第273页。

17. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945年）第2册，第170页。

18. 伯特兰德·吉尼，《1818~1848年法国的银行与信贷》（巴黎：法兰西出版社，1959年），第377页。

19. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》（剑桥：剑桥大学出版社，1945年）第2册，第229页。

20. 赫尔姆特·波姆，《法兰克福和汉堡》（法兰克福，1968年），第255~268页。

21. 前引文献，第267~274页。

22. 英国议会文件，《商业困难的原因》第4册，附录20，第441页。

23. 前引文献，第450~451页。

24. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》第2册，第234页。

25. 摩根，《中央银行理论与实践，1797~1913年》，第176页。

26. 克莱泛姆，《英格兰银行：历史》第 2 册，第 291 ~ 292 页。

27. 前引文献，第 329 ~ 330 页，第 334 页。

28. 引自萨伊的《英格兰银行的运作：1890 ~ 1914 年》（伦敦：P.S. 金 & 森斯，1936 年），第 111 页。萨伊详细讨论了该事件（同上，第 105 ~ 113 页），并主张英格兰银行 1906 年秋将贴现率提高到 6%，1907 年秋提高到 7%，迫使贴现率不变的法兰西投放金币。萨伊在其《英格兰银行，1891 ~ 1944 年》一书中再次提到了这个尊严问题，坚持认为英格兰银行从未乞求过。

29. J.L. 比罗雷特，"经济体制、经济活力与货币稳定：1896 ~ 1914 年的法兰西"，收录在让·波伏瓦主编的《法国银行业》一书中（巴黎：文献出版社，1973 年），第 240 页。

30. 汉斯·罗森伯格，《1857 ~ 1859 年的危机》，第 38 页。

31. 乔治·范弗莱克，《1857 年危机：分析性研究》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1943 年），第 42 页。

32. 比罗雷特，"经济体制"，引自波伏瓦《法国银行业》，第 238 页。

33. 巴杰特，《隆巴德大街：货币市场描述》（伦敦：约翰·穆瑞，1917 年），第 42 页。

34. O.M.W. 斯普拉格，《国民银行体系下的危机史》（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1917 年），第 248 ~ 285 页。

35. 弗兰科·波尼利，《意大利的 1907 年危机》（都林：艾劳迪，1971 年），第 42 页。

36. 奥斯卡·摩根斯坦，《国际金融交易与商业周期》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1959 年），第 128 ~ 137 页。

37. 见国际联盟，《第一次世界大战后的通货膨胀过程与控制》（普林斯顿：国际联盟，1945 年）。

38. 保罗·艾德曼，《七九大崩溃》（纽约：西蒙 & 舒斯特，1976 年）。

39. 斯蒂芬·舒克，《法国在欧洲统治的终结：1924 年金融危机与道威斯计划的采纳》（查帕希尔：北卡罗来那大学出版社，1976

年)，第 67 页。

40.J.N.詹尼尼，“外交中的金融危机（1923 年 11 月～1924 年 3 月)”，《国际关系》第 13 期，第 9～15 页。该杂志认为德国政府组织了对法郎的空头投机。舒克对此表示怀疑（在其《法国在欧洲的领导结束了》一书中）第 56 页。让·克劳德·德比尔的“1924 年的法郎危机：国际投机的范例”一文，载于《国际关系》第 13 期第 35 页，谴责了对美洲银行的冲击，但认为主要是法国人在其中起了作用。

41. 舒克，《法国在欧洲的统治的终结》第四章。

42. 前引文献，第 111 页。

43.C.P. 金德尔伯格，《1929～1939 年，大萧条中的世界》第 2 版（伯克利：加利福尼亚大学出版社，1986 年)，特别是第 7 章和第 14 章。

44.R.G.霍特里，《中央银行艺术》（伦敦：朗曼格林，1932 年)，第 220～224 页。

45. 前引文献，第 229～232 页，原文斜体字。

46. 苏珊·豪森和唐纳德·文奇，《1930～1939 年经济顾问委员会：大萧条与复苏期间的经济顾问研究》（剑桥：剑桥大学出版社，1977 年)，第 188～189 页。

47. 前引文献，第 272～228 页。

48. 这部分讨论主要根据卡·艾里克·波恩的《1931 年：金融与政治》（慕尼黑：里泊尔维拉，1967 年)。

49. 前引文献，第 86 页。

50. 前引文献，第 83 页。

51.1931 年 7 月 3 日，诺曼与哈里逊的通话，见纽约联邦储备银行的档案。

52. 斯蒂芬·克拉克，《中央银行合作，1924～1931 年》（纽约：纽约联邦储备银行，1967 年)，第 44 页。在双方的讨论之后，英国和美国均给以否定（金德尔伯格，大萧条中的世界，第 153 页)。德国为了自身利益，正在争论经济部 Wilhelm Lautenbach 的计划，该计划号召暂停偿还外债和扩张支出（上书，第 171 页注释 5)。

1931年9月英镑同黄金脱钩之后，该计划又被提出。参见奈特·波察德和汉斯·奥特·斯科尔斯编，Wirtschaftspolitik inder krise（巴登—巴登：Nomos，1931年，1991年）。它详细描述了德国国家银行的官员和经济学家精彩的辩论。

53. 前引文献，第121页，第148页。

54. 苏珊·豪森和唐纳德·文奇，《经济顾问委员会》，第88~89页。

55. 前引文献，第162页。

56. C.P. 金德尔伯格，《1929~1939年，大萧条中的世界》，第168、第184页。

57. D.E. 莫里奇，“1920年和1929年危机的政策”，载于C.P. 金德尔伯格与拉法格主编的《金融危机：理论，历史与政策》（剑桥：剑桥大学出版社，1982年），第171~187页。

58. 斯蒂芬·舒克，《美国对德国的“赔偿”，1919~1933年：对第三世界债务危机的启示》，普林斯顿国际金融研究第61号（普林斯顿：国际金融部，普林斯顿大学，1988年）。

59. 理查德·库柏尔，“70年代经济独立性与外交政策”，载于《世界政治》第24期（1972年1月），第167页。

60. 国际清算银行，《第63期年报，1992年4月1日至1993年3月31日》（巴塞尔，1993年6月14日，第196页；《第64期年报》第174页。外汇急剧增加归因于外汇控制取消及金融的国际化。“世界经济概览”，见1995年10月7日的第337期、第7935号《经济学家》的“金融市场”栏目。它说每天的交易量在1973年约为100亿美元到200亿美元，1983年达至800亿美元，1995年超过10,000亿美元：《经济学人》vol.337，no.7936（1995年10月14日），第10页。关于新兴市场及欧洲货币联盟，见国际清算银行1998年3月31日的第68期年报第11页和第115页的图表。

61. 查尔斯·A. 库姆斯，《国际金融竞技场》（纽约：威利，1976年），第37页。

62. 前引文献，第81页、第85页、第111页、第121页、第127页、第134页、第181页、第185页。

63. 苏珊·斯特兰齐，“国际货币关系”，载于安德鲁·谢菲尔德主编的《1959～1971年的西方世界国际经济关系》（牛津：牛津大学出版社，皇家国际关系学院，1976年）第2册，第136页。

64. 库姆斯，《国际金融竞技场》，第77页、第79页、第81页、第83页、第195页、第202页、第292页。

65. 前引文献，第116页、第235页。

66. 德比尔，“1924年法郎危机”。

67. 凯瑟琳·伯克和阿历克·卡恩克罗斯，“再见了大英帝国”，载于《1976年国际货币基金组织危机》（新黑文：耶鲁大学出版社，1992年）。

68. 背景情况见恩内斯托·泽迪罗的文章“墨西哥”，载于唐纳德·雷萨德和约翰·威廉姆森的《资本外流与第三世界债务》（华盛顿：国际经济研究院，1978年），第174～185页。关于危机本身的讨论见《纽约时报》1994年12月21～29日有很多篇幅的描述。

69. 见1995年2月1日《纽约时报》，“克林顿总统利用紧急援权避开国会”。

70.《国际清算银行年报》，第68期，第134页。

71. 前引文献。

72. Wynne Godley，“七个不持久进程”，关于税务机构的特殊报告，Annandale－on－Houson，New York，1999年。

73. C.P. 金德尔伯格，《1500～1990年，世界经济之首》（纽约：牛津大学出版社，1996年），第10章、第12章。

74. 罗伯特·凯奥恩，《霸权后时代：世界政治经济中的合作与不协作》（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，1984年）。

第十二章　结论：历史的教训

现在该整理有关观点了。但在此之前，还有一个未回答的难题：如果没有最后贷款人，情况会不同吗？在1720年到1988年的大多数金融危机中，国家的和国际的最后贷款人都因市场的压力采取过行动，但并非都是高效率地完成其作用。因此一个详细的危机分析，不仅应该按照是否有最后贷款人分类，还应按照最后贷款人完成任务的好坏程度分类。萧条之后的情况不仅取决于处理危机的方式，而且还取决于其他许多变量，特别是那些影响长期投资的因素：人口增长、发展前景、战争和出口带来的需求及是否存在未充分挖掘的创新等。比如，1847年英格兰的投机性危机，不论英格兰银行是否暂停实行了1844年银行法，也不论其是否对具有充足抵押品的借款人提供了流动性资金，通过对铁路进行新的投资，英格兰很快又回到繁荣的轨道上。

尽管存在这些困难，我们仍愿意尝试性地提出，最后贷款人确实缩短了危机之后的经济萧条期。依据主要是1720年、1873年和1882年的法国危机，1890年、1921年和1929年的危机。这几次危机中都没有最后贷款人出现。这些危机后的萧条比其他危机深，并且持续时间长。19世纪70年代和20世纪30年代的两次危机还被公认为"大萧条"。

有人认为其他危机之后的经济复苏被大大推迟了，但这种观点难以得到支持。一位现代作家提到，1826年危机后的复苏是缓慢的。不过这种看法目前很难被接受。[1]托马斯·托克认为，到了1826年底（危机发生于1月），贸易与生产就恢复到了正常水平，几乎看不出受过冲击的痕迹。[2]列维写道，1825～1826年的危机就像所有其他危机一样，都是货币性的、短暂的。[3]范弗莱克认为美国1857年危机后复苏缓慢，但经济史学家中只有他持此观点。这一

点他自己也承认。[4]当最后贷款人开始实施拯救，即使很笨拙，也使危机后的复苏期变得暂时、短暂，经济增长也只会轻微放慢。许多情况下，会出现复苏期约两年的正常周期的高峰迹象，同时却没有对经济产生久远的影响。而 1720 年、1873 年和 1882 年的法国危机，1890 年、1921 年及 1929 年的危机却不是如此。

卡斯维尔认为南海泡沫及其破灭产生了极大的影响。他指出，这些事件标志着商业革命高潮的结束，致使在商业革命与工业革命间出现了 40 年到 50 年的平静。没有这些破坏性的插曲，他认为两次革命就会相互衔接，而不会有长时间的停顿。此外，南海泡沫的破灭还迫使英国放弃了马尔伯勒（Marlborough）和斯坦厄普(Stanhope)* 要让英国成为欧洲领袖的主张达 20 年之久。[5]与此观点不同，熊彼得只是将南海泡沫危机归咎于过度投机引起的崩溃。[6]

另外有一个与卡斯维尔不同的观点，认为如果有最后贷款人，工业革命在 20 年代或 30 年代就会出现，而不是等到 1766 ~ 1776 年间。卡斯维尔的兴趣在于整个事件，而不仅仅在于崩溃之后的通货紧缩。有人会争辩说英格兰银行在接管南海公司股票时，仅仅扮演着最后贷款人的角色。它最初是准备按 400 元收购该公司股票，但后来它自己也濒于破产，就违约了，只在最后当南海股票已跌至 135 时，才以略高于市场的价格转换股票。[7]

无论什么情况下，很难认真地将卡斯维尔的观点与要讨论的问题相联系。从机构破产的情况看，1720 年有 220 起，1721 年 288 起，1722 年 240 起，衰退期通常都达两年之久。[8]阿希顿将 1722 年确定为低谷，1724 ~ 1725 年则为下一个周期的高峰，一个新的温和性危机则是从 1726 年 10 月到 12 月开始的。[9]卡斯维尔认为南海泡沫标志着一个转折点，这是有道理的，但这却与认为最后贷款人会缩短复苏时间的观点无关。

18 世纪法国的情况可能更符合我们的观点。密西西比泡沫和约翰·罗（John Law 's）垮台的破坏性减缓了法国银行业和工业的

---

* 马尔伯勒为当时英国著名将领，斯坦厄普为当时英国著名外交家、作家——译者注。

发展。18世纪90年代法国督政府（Disectorate）的指券（assignats）崩溃后的几年里，法国人有点神经质了，甚至变得有点妄想狂，就像德国人被1923年的通货膨胀弄得对通货膨胀有妄想症一样，也与英国人经历了20年代危机后对失业有妄想症一样。

现在就剩下1873年、1882年的法国危机，1890年、1921年和1929年的危机了。1873年在维也纳、柏林和纽约等危机风暴中都没有最后贷款人。在伦敦没有出现恐慌，也就不需要最后贷款人。1882年法国让通用联盟倒闭，只进行了小小的干预。1929年在纽约，最后贷款人的作用发挥不当（我在前述已说明，当然这个判断并不排斥一般的意见），1931年为阻止危机扩散，价格下跌，恢复商业信心所做的国际努力是相当微弱的。从1763年到1914年间的每一次危机，都或多或少采取了一些有效的措施。因此，如果能仔细地区分每次的操作情况，确定哪些更快捷，并分别将它们衰退的长度、宽度与深度进行比较，这是很有意义的。遗憾的是，我们只能进行粗略的区分，仅限于分析复苏期的长或短。

19世纪70年代的衰退是严重的，这个结论应无异议。1857年和1866年（法国是1864年）危机后，价格下跌了2年，然后才回升。1873年危机后，价格则下跌了6年直到1879年。[10]美国1874年出现了严重的衰退，然后又持续了5年的严重萧条期。[11]这个事实似乎也足以支持上述假设。不过麦卡特尼明确声明，这主要是由于基本的工业遭到破坏而引起的，而不是金融机器干扰的结果，[12]没有必要将1873年到1896年的整个"大萧条"与柏林、维也纳和纽约缺少最后贷款人联系起来。甚至，有一个作者还怀疑是否真地出现了萧条，也许仅仅是无利润的繁荣期。[13]但我的答案倾向于是出现了萧条，18世纪70年代发生于中欧、美国，并扩散到英国的萧条是价格剧跌及缺少最后贷款人的结果。当然，这也不是毫无争议的。

1882年法国曾让投机的里昂银行倒闭，并很有分寸地帮助那些支持投机商的经纪商，以免出现灾难性的后果。此后，复苏之路似乎很漫长，不过部分原因是由于英国、美国及欧洲大陆多数地方的复苏也很缓慢。[14]

1890 年巴林危机既可以说有最后贷款人，也可以说没有最后贷款人。对英国，有一个相当于国内贷款的措施，即巴林兄弟公司的债务担保及威廉·利德代尔组织的国际援救委员会，有来自法兰西银行的贷款，俄罗斯国家银行的贷款，加上俄罗斯国家银行不提走存款的承诺。但在欧洲之外的世界里，却没有类似的措施。这次萧条深刻且漫长，一直持续到 1896 年。1890 年在阿根廷、巴西和智利出现的情况，1893 年在澳大利亚和美国又重演了，[15]并且也基本没有海外的国际援助，不过还存在一种有助复苏的机制。1886 年在南非偶然发现黄金后，南非的黄金生产迅速增加。世界经济对 1849 年、1851 年的黄金发现与对 1886 年的黄金发现反应差别之大令人惊奇。在该世纪中叶，在加利福尼亚和澳大利亚发现了黄金，这迅速地使欧洲繁荣起来，但 90 年代的黄金发现，却未见如此迅速的反应。两者之间的差别在于外部的环境，19 世纪 50 年代之初，外部环境正欣欣向荣，而 1890 年已开始进入萧条时期，黄金生产的兴起在 1896 年后最终产生了效果，作为最后贷款人给金融系统注入了高能货币。例如在美国流通的金币从 1890 年的 3.74 亿美元上升到了 1894 年的 4.95 亿美元，1899 年又进一步上升到 6.79 亿美元，而同期美国的生产仅从 3,300 万美元增加到了 7,900 万美元，虽然在相对量上增加也很大，但在绝对量及与流通量增速的比较上，增长却很微弱。[16]

1920 年和 1921 年的危机都没有最后贷款人，因为衰退是故意制造的。英国想把它作为回到金本位的一个手段，美国的联邦储备体系则想以此来抑制通货膨胀。美国经济很快就走上了复苏，但英国的价格与产量却急剧下降，并迅速扩散到其他工业国家，演化为一场“严重而旷日持久的萧条。”[17]彼得森谈到这场始于 1920 年的“准永久性的萧条”时，虽然没有把衰退的程度与缺少最后贷款人联系起来，但他也认为英国当局要回到金本位的动机是罪魁祸首。他还批评美国当局为阻止欧洲国家返回金本位制而采取的紧缩性政策：

当局似乎被某种模糊的想法控制了：条件不成熟，价格太高，预算需要平衡，情况不会自我改善，需要某种措施来清除战争时期

遗留的不合理政策等。

现在我的观点是，这种思想状态及其所引起的行为是致命的，因为它们太多都是依靠美国实施的政策……

……由于这些原因，我认为美国货币当局在1920年春，如果采取的不是收缩性而是刺激需求的措施，就能避免那些要返回金本位制度的国家出现永久性衰退，就能抑制许多国家的通货膨胀，使这些国家的金融重建工作变得更容易，并能消除初级产品和农产品价格的结构性下降。[18]

因缺少有效的最后贷款人，20世纪30年代的萧条加剧了。1929年先是在美国国内，1931年扩展到了世界范围，这些我们在上面多处已详细论述。

但这决非意味着我们可以得出结论，认为最后贷款人对恐慌的干预会减缓其后出现的萧条。还有许多其他因素也起着作用，既有长期的，也有短期的。事实上，极少出现任恐慌自行发展的情况，因此，缺少充足的资料以便能得出强有力的结论。最多只是一个假设，也许还不是一个强有力的假设，即阻止累积性的通货紧缩能够缩短危机的衰退期。

最后贷款人能否阻止危机的发生?

有人声称最后贷款人有可能彻底避免金融危机。历史记录表明，1866年之后英国发生金融危机的频率减少，美国在1929年之后也出现类似的情况。此外，记录表明危机的程度也减弱了。但历史记录也充斥着夸大危机的陈述：

1772年英国：本世纪最激烈的金融风暴之一。[19]

1825年英国：恐慌以闻所未闻之势向公众袭来。[20]

1837年美国：这个国家所经历的最具灾难性的危机之一。[21]

1847年英国：过去九个月是当代最无所顾忌，危害最大的投机活动。[22]

1847年英国：可以保险地说，自拿破仑下台以后，这是伦敦城最激动人心的日子。[23]

1857年英国：1857年危机是英国或其他国家所遇到的最严重的一次。[24]

1857年汉堡：汉堡的危机是历来最全面、最经典的一次。[25]

1857年汉堡：此前从未遇到的最凶猛的危机。[26]

1866年英国：1866年危机是当代最严重的。[27]

1866年英国：自1825年以来最猛烈的。[28]

1873年德国：56年来从未见过如此漫长的危机。[29]

1882年法国：我从未见过如此深重的灾难。[30]

1929年美国：当代最大的一次投机与崩溃周期——事实上是自南海泡沫以来最大的。[31]

不过这种夸大之词大多数已趋缓和。此外，30年代一些著名的经济学家提出，如果有最后贷款人，尽管可能会加剧过度交易，但是一旦过度交易出现，紧张情绪便会平息。1932年7月经济信息委员会（这是一个极有影响力的组织，由朱西亚·斯坦普门（Josi-ah Stamp）勋爵担任主席，成员有G.D.H.科尔、J.M.凯恩斯、刘易斯勋爵、亚瑟·萨尔特（Arthur Salter）勋爵和雷斯—罗斯勋爵等，H.D.亨德森和海明为秘书）写道：

随着19世纪的结束，出现了一些共识，认识到银行法在必要时可以暂停实行，这样财务状况紧张但有较好保证的债务人，就可以从英格兰银行得到贷款。这个认识就足以避免危机的发生。[32]

这群经济学家向英国内阁提供咨询，鼓吹国际最后贷款人的作用，因此也可能夸大暂停实行银行法的作用。委员会还可能忽略一个情况，即暂停实施银行法的效果并不确定。正如利德代尔在1890年详细说明的，持续暂停会有破坏性的后果。

认为狂热会逐渐缓和的观点从第二次世界大战到20世纪70年代相当流行。其间，一个又一个过度交易的事例不断出现：例如第三世界债务，石油工业危机，豪华住宅、办公楼及商场，1982年8月到1987年8月的美国股市，及美元的不稳定——从1982年到1985年2月间先升，而后又下跌了两年，等等。

最近的两次危机说明了最后贷款人起到了积极作用，而另一个事件却是相反的例证。前两个事件发生在美国：第一个事件发生在

1987年10月黑色星期一以后，美国联邦储备局全力支撑纽约货币市场的流动性，使其得以迅速从危机中恢复；另一个事例是美国高负债率的对冲基金——长期资本管理基金的崩溃引发的金融危机，它也迅速消退，并恢复了资产的原有价格和经济增长。而相反事例来自于日本20世纪90年代的危机，不过在这次危机中，抢救措施不及时，并被政治力量所掌控。

在挽救东亚金融危机、巴西危机和俄罗斯危机中，国际货币基金组织、世界银行以及几大金融强国共同施以援手，但目前并非全部都有效果。东亚似乎已逐渐恢复。《经济学人》1999年8月27日的封面文章题为"亚洲令人惊奇的经济恢复"。[33]而巴西和俄罗斯仍旧在与危机抗争，修订此书时，俄罗斯面临的境况更加严峻。

需要新型的国际金融秩序

20世纪90年代末金融世界的混乱局面，产生了大量改革处理危机办法的建议。这些建议覆盖的范围很广，有要求放弃拯救的企图，让市场自行解决，[34]也有要求在关闭布雷顿森林机构后再重新开始。对国际货币基金组织的批评者队伍尤其庞大。有的要求新的机构领导这一对布雷顿森林机构，区域性发展银行，甚至国际清算银行；[35]有的要求建议与区域性发展银行并列的区域性最后贷款机构。各种建议无以计数。[36]一个多产的国际经济学家，Barry Eichengreen，出了一本论文集《走向一个新的国际秩序：后亚洲实际日程》，该文集汇集了有关的讨论，也提出了他自己的建议。[37]

改革的一个建议是最后贷款应按区域进行组织，与区域开发银行相并列，包括欧盟、北美自由贸易区（NAFTA）、东南亚国家联盟（ASEAN）及南方共同市场（Mercosur）。亚太经济组织（APEC）1999年7月17日的《经济消息》，表达了对该组织明显地排斥在1997年7月发生的亚洲金融危机之外的失望。从危机中恢复，保持贸易开放等是亚太经济组织的任务，但它的传统更多地依赖于更广泛的国际组织如国际货币基金组织与世界银行的支持。从更一般的层面看，处理危机的区域性方法并不适合于那些初始是

区域性的，但后来发展到跨越大洋的全球性危机。历史上，无论是近期还是更早期的，已多次表明了这一点。

在长篇大论之后，就想借助寥寥数语将如此宽大的议题说明清楚，这并不容易。但我想说，我同意巴里·艾齐格林（Barry Eichengreen）的观点，要想铲平旧的秩序建立一个意义深远的新秩序，这种设计并无多少吸引力。[38]对国际货币基金组织的操作与透明度的改良，及对它的客户国家在现有货币政策与财政政策上的改善，应该更有吸引力。特别的是一个像布雷顿森林一样的新世界会议，没有在事先对一些措施达成一致意见，只会重复 1933 年 7 月世界经济大会的失败，使世界金融划成几大块——黄金的、英镑的、美元的——而不是成为一个统一的金融体系。

政治因素：国内

经济学家认为他们知道如何处理金融危机：投放货币，危机结束后再把钱抽出。联邦储备体系在 1987 年 10 月的危机中处理得很漂亮。中央银行可以创造货币，当最后贷款人是中央银行时，问题通常是技术性的，而不是政治性的。

但在所有的援救方案中总有政治因素，因为援救方案并不像公开市场操作那样一般化，它将涉及帮助谁，不帮助谁。政治因素可能会比实际问题更明显，例如特敏（Termin）不同意弗里德曼和斯沃茨认为纽约的银行联合起来对付美国银行的观点。事实也可能是如此。当联邦储贷保险公司（FSLIC）为挽救西南的储蓄机构而资金不足时，国会就不会投票拨款。这就使本来技术性的解决方案政治化了。美国政府对纽约城市银行的援助行动就引起其他地方公众的强烈不满，特别是在西南部。如果问题集中在东部，可能还会出现反对援助这些储蓄银行的观点（人们还会联想起在 1974 ~ 1975 年石油危机期间，西南部的许多人通过开快车，想要撵走已疲惫不堪的北方佬。如果他认真地看看那些讽刺意味的汽车保险杠的标签，就会明白了）。

有人认为每一笔最后贷款都是公共品，对此观点颇有一些说

法。公共品总是带来激烈的争论，搭便车者都不想支付他们应付的份额。在国内，由中央银行和政府来承担最后的责任，但在国际上，情况就不是如此。

政治因素：国际

在前一章已详细讨论了国际层面上的最后贷款人问题。问题是，美国在这方面及其他国际公共品上的领导地位是否正在滑落，如果是，下一步会怎样？本书已近结尾我不想重复讨论这个问题。但我想强调僵局的危险性：

"你先来，亲爱的阿方索。"

"不，亲爱的加斯顿，你先来。"

注释：

1. 威廉·威斯利，《权力的工具：货币的政治史》（纽约：威利—英特科学出版社，1977年），第41页。

2. 引自威廉·斯马特的《19世纪经济年鉴》（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1964年），第2册，第328页。

3. 列昂—列维，《英国商业史》（伦敦：约翰·穆瑞，1872年），第182页。

4. 乔治·范弗莱克，《1857年的经济恐慌：分析性研究》（纽约：哥伦比亚大学出版社，1943年），第83页和第106页。

5. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》（伦敦：克雷塞特出版社，1960年），第271~272页。

6. 约瑟夫·熊彼得，《商业周期：资本主义过程的理论，历史与统计分析》（纽约：麦克格罗—希尔，1939年）第1册，第250~251页。

7. 约翰·卡斯维尔，《南海泡沫》（伦敦：克雷塞特出版社，1960年），第184页、第205页、第213页。

8. T.S. 阿希顿，《英格兰1700~1800年的经济波动》（牛津：

牛津大学出版社，克莱伦顿出版社，1959 年），第 121 页。

9. 前引文献，第 172 页。

10. 克莱门特·朱格拉，《法兰西经济危机》第 2 版，第 99 页。

11. 雷·麦特卡尼，《1873 年危机》（明尼苏达：伯格利，1935 年），第 113 页、第 117 页。

12. 前引文献，第 117 页。

13. S. 萨尔，《大萧条之谜》（纽约：圣马丁出版社，1969 年）。

14. 杰特·劳克，《1893 年危机的原因》（波士顿：休顿·米夫林，1907 年），第 55 页。

15. 金德尔伯格，“金融危机的国际传播：1888 ~ 1945 年的经验”载于本人主编的《凯恩斯主义与货币主义及金融史的其他论文》（伦敦：阿兰和尤温，1985 年），第 226 ~ 239 页。

16. 美国商业部统计局，《美国的历史统计，1789 ~ 1945 年》（华盛顿：美国政府出版署，1949 年），第 151 页、第 275 页。

17. 尤根·彼得森，“1919 ~ 1932 年间美国经济政策的一些说明”，载于休苛·黑齐伦德主编的《货币，增长及方法》（兰德：兰德社会科学研究，1961 年），再版于 J. 彼得森，《货币理论及相关科目论文集》（哥本哈根：Samfundsvidenskabeligt Forlag，1975 年），第 188 页。

18. 前引文献，第 193 ~ 194 页。

19. T.S. 阿希顿，《英格兰 1700 ~ 1800 年的经济波动》，第 127 页。

20. 托马斯·乔普林，《议会对危机环境的质询，一封给托马斯·吉斯本的信》（伦敦：里奇维父子，1832 年），第 14 页。

21. 雷纳德·麦克格兰，《1837 年危机：杰克逊时代的若干金融问题》（纽约：卢塞尔，1965 年），第 1 页。

22. 詹姆斯·威尔逊，《资本，货币与银行》（伦敦：《经济学家》，1847 年），第 1101 页。

23. 莫里尔·埃文斯，《1847 ~ 1847 年商业危机》（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1968 年），第 111 页。

24. 埃文斯，《1857～1858年商业危机史与1859年股票交易所危机》（纽约：奥古斯塔斯·凯利，1969年），第5页。

25. 弗雷德·奥尔斯内，《金融危机》第1卷《垄断资本主义危机》第237页，引用了弗雷德里克·恩格斯的话。

26. 阿尔伯特·夏菲尔，"1857年的汉堡危机"，收录在弗拉德米尔·德欧姆森主编的《1857年大危机：历史的记忆、原因及应对》，第119页。

27. A. 安德雷斯，《英格兰银行史》（伦敦：P.S. 金，1909年），第357页。

28. 维克多·摩根，《中央银行的理论与实践，1797～1913》（剑桥，剑桥大学出版社，1943年），第177页。

29. 弗里兹·斯坦姆，《黄金与铁：俾斯麦与德意志帝国的建立》（伦敦：阿兰和尤温，1977年），第189页。

30. 让·波伏瓦，《通用联盟的崩溃》（巴黎：法兰西大学出版社，1960年）第145页，引用了里昂信贷银行一位董事的话。

31. 约翰·肯尼思·加尔布雷斯，《1929年大崩溃》（波士顿：休顿·米夫林，1972年），第7页。

32. 经济信息委员会的第四份报告，"经济概况，1932年7月"，载于苏珊·豪森以及唐纳德·文奇的《1930～1939年间的经济顾问委员会：大萧条与复苏期的经济顾问研究》（剑桥：剑桥大学出版社，1982年），第277～278页。

33.《经济学家》第352卷，第8135号（1999年8月21日），"亚洲的复苏"，第11～12页；还参见同一刊"亚洲经济的复苏"，第16～18页。

34. 斯巴斯蒂安·爱德华，"废除国际货币基金组织"，《金融时报》，1998年12月13日，第12页；米尔顿·弗里德曼，"救援市场"，《华尔街日报》，1998年10月13日，第A22页。

35. 约翰·伊特威尔和朗斯·泰勒，"国际资本市场和未来的经济政策"，经济政策分析中心，第三期（纽约：新社会研究学院，1998年），第12～15页。

36. 针对资本流动、银行重建等有许许多多涉及新规制、管制

或税收的建议。银行重建尤其是国际清算银行政策论文的一个主题(1999年8月第6期)。对国际货币基金组织的大部分批评也许是它坚持把保守的货币政策和财政政策作为最后借款的一个条件。许多经济学家，尤其是哈佛大学的杰弗里·萨奇（Jeffrey Sachs）宣称，国际货币基金组织增加了危机国家大部分人的负担，而那些国家应当实行浮动汇率制，并且采取赤字财政政策保证就业。

37. 巴里·艾齐格林，《构建一个新的国际金融结构：一个可行的后亚洲进程》（华盛顿特区：国际经济学院，1999年)。艾齐格林的“国际结构改革计分牌”一文（《国际经济》，1991年5月/6月期，第34~35页）及以后文章对此有一个概述。

38. 前引文献。

附录一 经济学中的非理性

本书第三章的大部分篇幅，反驳了认为用历史分析金融危机是事件式的、非理性的观点。认为它是事件式的指责很容易进行驳斥。事件本身就是证据，问题仅在于这些证据是否具有代表性。统计证据可能有代表性，也可能出现偏差。但我想说，本书中的历史证据足以反映在资本主义制度下，重复发生的经济生活格局。我认为，本书观点的反对者不应采用蔑视性的攻击，如果可能的话，应集中说明本书中证据的代表性不足。

对理性问题，此前阐述了许多观点。经济学中的理性反应并不意味着所有的反应者都拥有同样的信息、同等智力、相同的经验和目的。此外，合成谬误理论也说明有时每个人的行为都是理性的，但合成之后，却会产生非理性的结果。每一个反应者就像在运动场上，尽管每一个观众都想占据最佳的位子，看得更清楚，但结果可能是一片混乱；再比如，当剧场着火时，每个人都冲向出口，但其后果将是悲剧性的。

我们还可以举更多的例子。即使仅仅作为经济学的一般性假设，认为每个人都具有独立的偏好，并以收入最大化作为行为标准的假设也过于简单了。亚当·斯密在《国富论》一书中，对这一理论进行了充分的阐述。但他在更早的《道德情操论》中，则强有力地说明了争强好胜才是人类最普遍的动力。[1]如果我们中的多数人选择财富作为胜利的标准，那么争强好胜的动力就与收入和财富最大化的标准充分一致了。但从众的本能，[2]如果这么形容不觉得太可笑的话，却会带来其他动力：比如出现和尚、修女、社区工作者、教师等。罗伯特·弗兰克在他那本关于争强好胜的近作《选择正确的“池塘”》（Choosing the Right Pond）中承认，并不是每个人都选择同样的“池塘”。[3]好胜心还会进一步激发选择的独立性。这一点可

以从回归自然团体的成员及那些身着阿玛尼制服，手戴劳力士手表的人身上得到体会、也应有所体会。

即使承认了人们会选择不同的“池塘”，具有不同的客观函数（偏好），理性与理性预期观点也还受到其他方面的挑战。人们会出现所谓的认知不和谐，即通过过滤、调整、操纵或其他信息处理方式，使其与内在的信仰相一致。[4]人们可能会有同样的信息，却有不同的信仰，从而产生了不同的结论。他们可能会拒绝相信证据，或对与其信仰不同的证据打折扣。芝加哥经济学派就持有类似的先见，本书第三章中已有阐述。17 世纪英国商人对荷兰的观点是此类偏见的一个历史示例：

荷兰是 17 世纪最令人憎恨，又是最令人羡慕和嫉妒的商业国家……现在的两难困境是，荷兰虽然是所有商人的理想国，但同时它受重商主义思潮的影响却小于大多数国家。唯一的解释是当时的荷兰人是理想化的。人们在他们身上找到了想找的，而不仅仅是一些实际的细节。到了 18 世纪，荷兰人的这种思潮变得更为明显，并为中国人所继承，以经济乌托邦的形式存在。在这两例中，强烈吸引人们的只是结果，他们不会费力去关心实现结果的手段是否是他们所中意的。[5]

认知的不和谐无疑会改变这种过程，在结果不令人满意时，会放弃结果，而转向手段。

另一个攻击理性主义，也为经济学家经常引用的，是哲学家休伯特·德雷福斯（Hubert Dreyfus）。他在讨论人工智能的《计算理性的局限》[6]一文中说，机器决不可能战胜专家——像国际象棋等游戏中，因为机器需要计算，这是一个有限的过程，而专家却能将大量已知的计算过程内在化，迅速做出反应，在瞬间区分千万种情况。某一个资产市场的参与者可能分属于不同的阶层，具有不同的利益、经历及目的，这样，在同一个领域中的不同个人，将不同程度的技能带到了一个状态（或相反，出现新手、生手、业余者或像第三章所说的蔬菜水果商）。德雷福斯讨论了技能掌握的五种状态：（1）生手（novice）；（2）有经验的新手（advanced beginner）；（3）胜任者（competence）；（4）熟练者（proficiency）；（5）专家（ex-

pert)。例如，一个合格的汽车司机或一个象棋专家已经超越了在给定的时间进行计算的阶段。这些个人能根据不同状态，做出应有的反应，确定最佳的行动过程而不需停顿下来（在司机的例子中，他应能根据交通状况，提档或降档，加速或刹车）。认为资产市场是由，甚至总是由聪明、信息充分、资金充足的投机者组成，他们能根据合理的步骤进行计算的观点，同样与现实不符。也许多数时候是这样，但并不总是如此。

经济学还受到来自其他领域的冲击。在第三章我提到“太阳黑子”，这是处理不确定性的统计动态学的高能形式。我对此其实并不了解，尽管一位朋友告诉我，他在讲授这一理论时，要求学生参考本书。这个理论可能与混沌理论有关，就我所知，混沌理论看起来是简单的。这个理论认为在一个确定的环境下，发生作用的变量是如此之多，因此不可能预测何种情况将发生。在一本有关货币与法国大革命的书中，有大量篇幅讨论了“未预见的结局”。[7]芝加哥著名的历史学家威廉·麦克尼尔描写了现代人口压力（在 14 世纪黑死病恢复之后）所带来的众多结果。他说，压力导致的方向是不同的：在英国引起了工业革命；在法国出现了民主革命；在今日的中东，则引起了宗教战争，战争不仅发生在以色列与阿拉伯国家之间，而且还发生在各阿拉伯国家之间及与伊朗的原教旨主义者间。[8]这些都带来经济史预测的困难。我相信混沌理论已应用于社会进化领域的研究。数以千计，甚至数以百万计的突变都有可能出现，但科学无法预测哪一些会改变历史进程。正如启蒙运动所倡言的，因果之间是互相作用的，但在一些复杂的情况下，要对某个结果找出原因，简单的理性行为规则就不适用了。

所有的经济学都坚持理性主义假设的最后一个原因，我想这是经院主义的需要。奥利维尔·布兰查德和马克·沃森联袂撰写了一篇关于理性泡沫的文章。他们采用理性假设的理由是，因为这是标准的：用于分析理性泡沫的数学是很难的，而要分析非理性泡沫就更难了。[9]这让我产生技巧超过经济本质的感觉。今天的经济学坚持任何内容都应以数学的形式表达。旧的思想装上了数学符号就变成新的了。真正的问题是，这些数学是否帮助我们加深了对经济现象的

理解。对许多复杂的问题，我有理由相信是如此。但在其他一些问题上，数学则可能主要是形式性的，就像所有的共产主义作者在论及主题之前都要从卡尔·马克思的《资本论》中引用五句语录一样。

荷兰的诺贝尔经济学奖得主，简·丁伯根在评述了许多有关经济增长的论著后，将经济学研究的文献方法与他认为正确的计量经济学方法进行比较。他认为，研究者首先应该列出与问题有关的各种经济变量，假设各变量之间的关系和收集有关变量的数据，然后用计量经济学检验上述关系，再将最佳拟合的公式应用于政策制定。[10]他认为"文献经济学家"停留在收集变量的第一阶段。

唐纳德·麦克洛斯基的观点与此不同，他认为，丁伯根暗含的"科学方法"本质上也是文献的，用他的话说就是"修辞性的"。[11]麦克洛斯基称，科学基本上也是言辞的，它们将向当局的呼吁、比喻和对比，装饰成非常客观的陈述。麦克洛斯基喜欢将经济学看成一系列的故事，观众则反过来评判故事的好坏。经济学应该是一种对话，经济论著应试图进行劝说，而劝说的工具之一就是用实例说明。

这也正是本书所要做的。本书并不是要说明，费雪—明斯基的模型无论何时何地都适用，而仅在于说明，可能会有一些情况，模型有助于经济学家了解所发生的事情。在另一些场合，我会说，仅仅求助于一种模型的经济学家是不成熟的。[12]经济学就好像一个工具箱，经济学家可以根据不同的问题从中抽取适当的工具或模型。工具的选择，部分地说是科学的，它与专门研究某一类型问题的分析家的技能有很大关系，但更重要的是艺术的选择。我不是说不稳定是一个确定的规律，而是说在历史中它如此频繁地出现过，因此一个好的实践者有必要警惕有关征兆。我们遇到过稳定，也遇到过不稳定，有发展的趋势，有时也会有金融危机。

本书是一本有关经济病理的研究。经济会出现一些病症。多数的经济体在大多数情况下是健康的，但有时经济会因感染某种经济病毒而患病。本书研究的病毒就是指用借来的资金进行的投机。本研究会出现大家熟知的风险，即那些研究病理的人可能会出现感情误置，而成为疾病的受害者。还有另一个风险要注意，即将顺势疗

法应用于不适当的场合，及将金融危机的疗法用于其他病症。

相信市场理性的人们认为，市场会学会纠正自己的错误，因此市场自我的学习胜过政府干预。这也许是正确的。但市场在18世纪与19世纪的英国并没有学聪明，就像1550年到1650年西班牙政府没有学乖一样。1987年10月19日的危机，使人怀疑市场是否还记得过去的教训。第二次世界大战后实施了马歇尔计划，避免了第一次世界大战后出现的战争债务与战争赔款纠结成一团的情况，说明政府有时也会学乖。

认为泡沫及其破裂意味着非理性，因而它们不可能发生，并以此为理由而不承认金融危机，则是只顾理论而不顾现实。本书的兴趣在于诊断而不在于治疗和预测。金融危机的适当疗法我想我已知道：最后贷款人，但这办法对于预测未来毫无疑问会有很多副作用。

注释：

1. 亚当·斯密，《道德情操论》（爱丁堡：贝尔和布莱德福特，1808年），第113页、第143页、第265页。

2. 在对美国金融协会的演说中，詹姆斯·C. 凡·霍恩承认存在从众本能，存在过度交易、泡沫及自我应验的金融无度。但同时他又反对金融市场管制，认为最后的纪律应来自市场。这种并列相置是一个认知不和谐的事例，要想视而不见并不容易。见“金融创新与金融无度”，《金融杂志》，第40期，第3号，1985年7月。有关从众行为，见托马斯·H. 洛克斯的“从众行为，泡沫和崩溃”，《经济杂志》第105期，第3号，1995年7月。

3. 罗伯特·H. 弗兰克，《选择正确的池塘：地位的追求与行为》（纽约：剑桥大学出版社，1985年）。

4. 乔治·A. 埃克罗夫和W.T. 迪肯斯，“认知不和谐的经济结果”，《美国经济评论》第72期，第3号，1982年6月。

5. 伊莱·F. 赫克舍，《重商主义》（伦敦：阿兰和尤温，1995年）第1期。

6. 休伯特·德雷福斯，“从苏格拉底到专家系统：计算理性的局限”，《美国艺术科学院公告》第40期，1987年1月。

7. 威廉·雷迪的《现代欧洲的货币与自由：历史观的批判》（剑桥：剑桥大学出版社，1987年）第25页、第45页、第49页、第53页、第57页。雷迪强调因果联系的复杂性。非结论性，一些行为的无意识结果及导致大危机的不为人关注的世界特点。

8. 威廉·麦克尼尔，“现代社会转型的人口背景”，麻省理工学院科学、技术与社会项目的讲座，1985年5月。

9. 奥利维尔·布兰查德和马克·沃森，“泡沫，理性预期与金融市场”，载于保罗·瓦赫特尔主编的《经济与金融结构中的危机》（莱克星顿：D.C. 海思，1982年），第295～316页。

10. 简·丁伯根，“最佳发展政策：历史的教训”，《世界经济》第7期，第1号，1984年3月。

11. 唐纳德·麦克洛斯基，《经济学中的修辞》（麦迪逊：威斯康辛大学出版社，1985年）。

12. C.P. 金德尔伯格，《经济法与经济史》（剑桥：剑桥大学出版社，1989年）。

附录二

金融危机概览（1618～1998年）

年份	1618～1623年	1636～1637年	1690～1696年
国家（城市）	神圣罗马帝国	荷兰共同国	英国
相关的事件	三十年战争	对西班牙战争中出现的繁荣	1688年的光荣革命；1689～1697年与法国战争
此前投机于	辅币，以旧换新	荷兰东印度公司股票，房地产，珍奇郁金香球茎，普通郁金香球茎，运河	东印度公司财宝、新公司、彩票
货币扩张于	因重量、成色和面值变化硬币贬值	无（?），用实物作押金	货币改造，1694年建立英格兰银行
投机高峰	1622年2月	1637年2月	1695年
危机（崩溃，恐慌）	1622年2月	1637年2月	1696年
最后贷款人	无	无	无

续表

年份	1720年		1763年		1772年
国家（城市）	英格兰	法国	阿姆斯特丹	英国	阿姆斯特丹
相关的事件	1713年的乌得勒支（Utrecht）条约	1715年路易十六去世	七年战争结束		七年战争（十年后）
此前投机于	南海公司股票，政府债务	密西西比公司，通用银行，皇家银行	商品，特别是糖（?）	住房，高速公司，运河	
货币扩张于	剑刃银行	约翰·罗银行	食宿票据链	埃尔银行，国家银行	食宿票据链；阿姆斯特丹
投机高峰	1720年4月	1719年12月	1763年1月		1772年6月
危机（崩溃，恐慌）	1720年9月	1720年5月	1763年9月		1773年1月
最后贷款人	英格兰银行（??）	无	英格兰银行	英格兰银行	阿姆斯特丹市

续表

年份	1792年	1793年	1797年	1799年	1810年	1815～1816年
国家（城市）	美国	英国	英国	汉堡	英国	英国
相关的事件	1789年修改宪法	恐怖时代（法国）	纸券崩溃；法国占领菲思格尔德	冲破欧洲大陆封锁	威灵顿的半岛战役	拿破仑战争结束
此前投机于	恢复美国债券	运河狂热	运河证券	商品	向巴西与斯堪的纳维亚地区的出口	大陆与美国的出口商品
货币扩张于	财政部接受平价公共证券，作为美国银行的存款	来自法国的资本	国家银行	威切塞尔雷特雷	国家银行	银行
投机高峰	1792年1月	1792年11月	1796年	1799年	1809年	1815年
危机（崩溃，恐慌）	1792年3月	1793年2月	1797年2月～6月	1799年8月～11月	1810年，1811年1月	1816年
最后贷款人	美国财政部在公开市场购买，延期支付海关收据	财政票据	财政票据，放弃黄金	海军票据	财政票据	

续表

年份	1819年		1825年	1828年	1836年	1837年	1838年
国家（城市）	英国	美国	英国	法国	英国	美国	法国
相关的事件	滑铁卢（五年后）		巴林贷款的成功，利率下降	利率下降	纺织业兴起	杰克逊任总统	1830年6月君主制建立
此前投机于	商品，证券	禁令下的制造业	拉美债券，矿产与棉花	运河，棉花与建筑地	棉花与铁路	棉花，土地	棉花，建筑地
货币扩张于	银行	美国银行	分批出售债券，国家银行	巴黎银行	股份银行	野猫银行，滞留白银	区域银行
投机高峰	1818年1月	1818年8月	1825年初		1836年4月	1836年11月	
危机（崩溃，恐慌）	无	1818年11月至1819年6月	1825年12月	1827年12月	1836年12月	1837年9月	1837年6月
最后贷款人	不需要	财政部货币存款	英格兰银行	巴黎、巴塞尔的银行	法兰西银行	法兰西银行和汉堡银行帮助英格兰银行	

续表

年份	1847年	1848年	1857年		
国家（城市）	英国	（欧洲）大陆	美国	英国	（欧洲）大陆
相关的事件	1846年土豆枯萎，小麦歉收		克里米亚战争结束		
此前投机于	铁路、小麦	铁路、小麦、建筑（科隆）	铁路，公共土地	铁路、小麦	铁路，重工业
货币扩张于	铁路证券分期出售	区域银行	黄金发现，清算所	银行合并，清算所	莫比利信贷，新的德国银行
投机高峰	1847年1月	1848年3月～4月	1856年		1857年3月
1847年10月	1848年3月	1857年8月	1857年10月	1857年11月	
最后贷款人	暂停实行《1844年银行法》	英格兰银行对法兰西银行的贷款，俄罗斯购买法国的公债	资金从英国流人	暂停实行《1844年银行法》	（汉堡的）Silberzug

续表

年份	1864 年	1866 年	1873 年		1882 年
国家（城市）	法国	英国/意大利	德国/奥地利	美国	法国
相关的事件	内战结束	一般有限责任	法—普战争赔偿	1872 年战役中出现欺诈	向欧洲东南部扩张
此前投机于	棉花，一般船运公司		建筑工地，铁路，证券，商品	铁路，工地，芝加哥大桥	新银行股票，里昂
货币扩张于	莫比利信贷	股份贴现所	新的实业银行，经纪人银行，建设银行	短期信贷，欧洲资本流入	抵押购买证券
投机高峰	1863 年	1865 年 7 月	1872 年秋	1873 年 3 月	1881 年 12 月
危机（崩溃，恐慌）	1864 年 1 月	1866 年 5 月	1873 年 5 月	1873 年 9 月	1882 年 1 月
最后贷款人	扩长票据期限	暂停实行《银行法》；意大利取消固定平价制度	无	无	巴黎银行的有限帮助

续表

年份	1890年	1893年		1907年		1920～1921年
国家（城市）	英国	美国	奥地利	美国	法国/意大利	英国　美国
相关的事件	阿根廷南部土地的清算；巴西的咖啡；智利的硝酸盐；南非的黄金	1890年《谢尔曼白银法》	城市发展	日—俄战争（?），三藩市地震（??）		战后繁荣的结束
此前投机于	阿根廷证券，私人公司上市	金银，黄金	土地	咖啡，联合太平洋	银行的工业借贷	证券，船舶，商品，库存
货币扩张于	哥珊地转换	收缩	资本流入	信托公司	意大利巴卡利联合社	银行
投机高峰	1890年8月	1892年12月	1891年	1907年初	1906年3月	1920年夏
危机（崩溃，恐慌）	1890年11月	1893年5月	1893年春	1907年10月	1907年8月	1921年春
最后贷款人	巴林债务担保；法兰西银行，俄罗斯对英国的黄金贷款	1893年8月取消《谢尔曼白银法》	无	从英国流入1亿美元	意大利银行	无

续表

年份	1929 年	1931～1933 年	20 世纪 50 年代，60 年代	1974～1975 年
国家（城市）	美国	欧洲	世界	美国　世界
相关的事件	战后繁荣的结束	美国切断对外借贷	缺少宏观协调下进行货币可兑换	布雷顿森林体系崩溃；OPEC1973 年石油提价
此前投机于	1925 年前于土地，1928～1929 年间于股票	不适用	外汇	股票，房地产投资扩托公司（REITS），办公建筑，油轮，波音 747 飞机
货币扩张于	股票抵押买卖	美国借贷	不适用	1970～1971 年欧洲美元泛滥
投机高峰	1929 年 9 月	1929 年	投机于以下各国货币：	1973 年
危机（崩溃，恐慌）	1929 年 10 月	奥地利 1931 年 5 月，德国 1931 年 6 月，英国 1831 年 9 月，日本 1931 年 12 月，美国 1933 年 3 月	法国 1958 年，加拿大 1962 年，意大利 1963 年，英国 1964 年，法国 1968 年，美国 1973 年	1974～1975 年
最后贷款人	纽约联邦储备银行（FRB-NY）公开市场操作（不适当）	美国，法国的努力微小	国际清算银行的掉期网	国际清算银行的掉期网

续表

年份	1979～1982 年	1982～1987 年
国家（城市）	美国　世界	美国
相关的事件	第三世界银团贷款，OPEC1979 年石油提价，美国西南部房地产，美国农场，美元	股票市场，豪华住宅，办公楼，美元
货币扩张于		资本流入
投机高峰	1979 年	1985 年美元，1987 年股票，1987 年房地产
危机（崩溃，恐慌）	1979 年美元，1979 年农场，1980 年石油，1982 年第三世界债务	1987 年 10 月 19 日至 1992 年股票
最后贷款人	国际货币基金组织，纽约联邦集团银行，美国政府（对墨西哥债务），农场贷款银行委员会	纽约联邦储备银行公开市场操作，联邦存款保险公司，联邦储贷保险公司，掉期

年份	1990 年	1994～1995 年	1997～1998 年
国家（城市）	日本	墨西哥	泰国、印度尼西亚、马来西亚、韩国、俄罗斯、巴西
相关的事件	日经股票指数，房地产	放松管制；资本流入和流出；国内经济增长	放松管制，资本流入、流出；从国外借款
货币扩张于	1986 年减息	资本流入，银行借贷、1991 年国内新银行，1991 年国有银行私有化	银行借贷；建设扩张
投机高峰	1989 年上半年	1994～1995 年	1997～1998 年
危机（崩溃，恐慌）	1990 年 1 月	1994～1995 年	1997～1998 年
最后贷款人	大藏省、日本银行反应迟缓	美国稳定基金；IMF；IADB	IMF；世界银行；ADB；双边借款

“有一个同事曾经提议以一个数学模型来装点这本书。这可能对某些读者有用，但对我而言，用处不大。”

“核心问题是投机究竟是市场稳定因素还是不稳定因素——换句话说，市场是否总是理性的。”

“我们要强调的更为基本的一点是，在任何时候，要正确地建立货币机制都存在很大的困难，而且不可能使之永远正确。”

“我们的结论是从长期的角度来看，货币供应量应固定不变，但在短期的危机期间它应当是富有弹性的。”

“经济过热时，政府部门和官员的错误、渎职及贪污等行为一经揭露，往往会加速经济崩溃与市场恐慌。历史清楚地表明，欺诈是经济繁荣时期贪婪地追求财富的必然结果……对此，笔者很难控制讽刺的口气。书中将尽量克服。”

查尔斯·P.金德尔伯格（1910—2003年）：麻省理工大学经济系资深教授，国际货币问题专家，擅长从历史角度研究经济问题，第二次世界大战后马歇尔计划的主要构建者之一。


上架类别○金融史
ISBN 978-7-5049-4120-6
9 787504 941206 >

定价：48.00元